全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TAMING THE BEAST



HZ BOOKS 华章经管



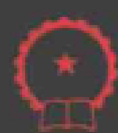
WILEY

驯兽华尔街

（美）拉里·莱特（Larry Light）著　张伟 译

价值投资、对冲基金、技术分析、行为金融等12种投资方法，哪一种能驯服华尔街市场之兽？
格雷厄姆、普莱斯、格罗斯、西格尔、拉尼埃里、米尔肯……谁能称霸华尔街？





机械工业出版社
China Machine Press

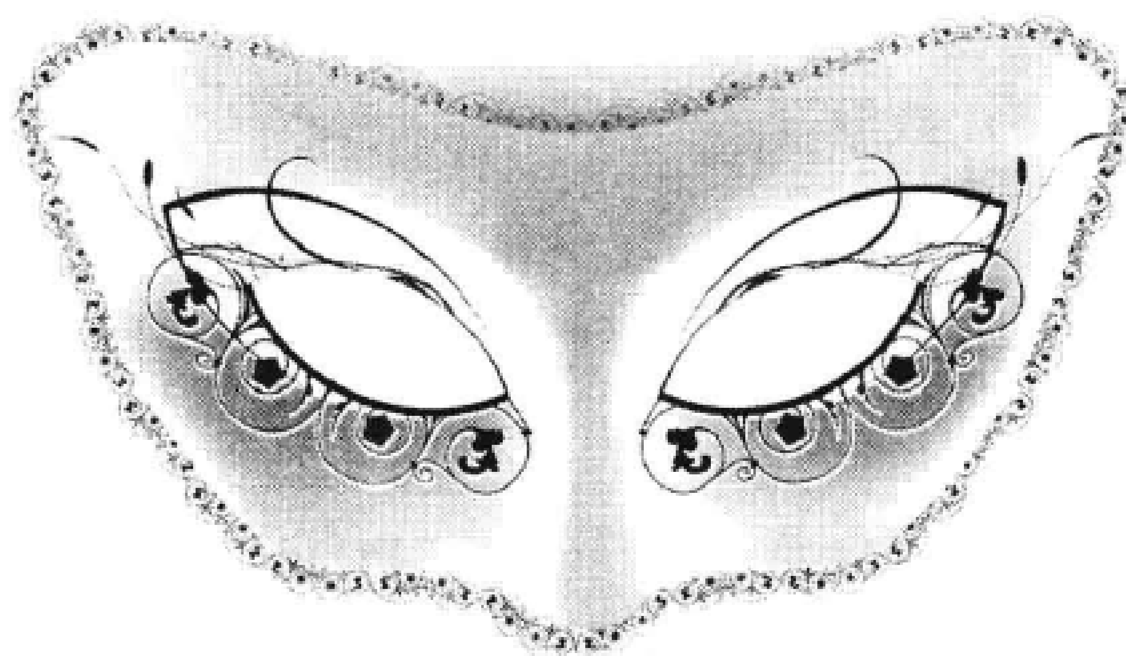
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户
理想藏书55188

驯兽华尔街

TAMING THE BEAST

Wall Street Imperfect Answers to Making Money

（美）拉里·莱特（Larry Light）著 张伟 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开
理想藏书55188

Larry Light. Taming the Beast: Wall Street Imperfect Answers to Making Money.

Copyright © 2011 by Larry Light.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2012 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。
未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。
本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2011-6854

图书在版编目（CIP）数据

驯兽华尔街/(美）莱特（Light，L.）著；张伟译. —北京：机械工业出版社，2012.7
书名原文：Taming the Beast: Wall Street Imperfect Answers to Making Money

ISBN 978-7-111-39156-2

Ⅰ. 驯… Ⅱ. ①莱… ②张… Ⅲ. 投资－通俗读物 Ⅳ. F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 159649 号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）
责任编辑：宁 娜　　版式设计：刘永青
藁城市京瑞印刷有限公司印刷
2012 年 8 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm・17.25 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-39156-2
定价：49.90 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前　言

彪炳史册的格雷厄姆

现代投资诞生的时候，世界正在烈火中垮塌。著名金融投资家本杰明·格雷厄姆当时就身处这熊熊烈火的中心。他在 20 世纪 30 年代大萧条肆虐之际，创立了一套系统的方法评估投资品的价值并加以推广，深受人们的欢迎。当此之时，对于投资已损失大半的普通人来说，这套方法可以让他们重新构建自己的投资。

在此之前，没有广泛使用的成体系的投资方法，资本市场好比蛮野的瘴疠之地。那时的资本市场，其运作常常是基于牵三挂四的裙带关系和毫不掩饰的欺诈行骗，常常被一阵阵狂热风潮所席卷，同时也背负着沉重的债务。1869 年，科尼利尔斯·范德比尔特为了阻挠对手杰伊·古尔德，耍了一个手段，将自己所控制铁路的股票洪水般地倾向股市，制造了一起股市的巨幅下跌。

本杰明·格雷厄姆教导说，投资者务必要善于分析，灵活变通，对于选择和管理自己所持有的股票，要勤谨尽心。他提供了一套条理井然的方法，用以评估股票和债券。

为了与这套深具洞见的评估方法相配合，他首创了名为价值投资的策略，这种策略旨在发现价值被低估的便宜股票。在格雷厄姆的启发下，后来又萌生了其他系统性的投资方法。有些延伸了他的思想，有些则与他的思想背道而驰。总之，它们都是为了驯服难以驾驭的市场之兽——这种兽类既能造成财富的湮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灭，也能带来财富的勃兴。华尔街的象征是两只动物——牛和熊，前者代表积极乐观，后者代表消极悲观，这其中有着深长的意味。格雷厄姆教导说，对付如此强有力的危险动物，人们应当谨慎。

总而言之，格雷厄姆及其各色后继者所创立的投资方略，构成了21世纪的投资基础，包括指数化投资、行为金融、成长性投资、对冲操作等。但是问题随之而生。虽然各种投资方略的拥护者常常信誓旦旦地说，自己偏爱的那一套才是真正的投资正道，但所有这些方略均有深深的缺陷。格雷厄姆所钟爱的价值投资，拥有相当不错的投资记录——表现不好的时候除外。20世纪90年代末，科技股勃然而兴，这时价值投资者的投资业绩相形之下便大为逊色；2008年，股市突然跌入大熊市，价值投资者又遭到毁灭性打击，因为看上去便宜而可靠的股票，如雷曼兄弟和房利美之类的金融股，在信贷紧缩时，却率先倒下。

格雷厄姆说，褊狭的观念会阻碍清晰的思考。将这一说法引申，我们会看到，聪明的投资者只要做足了功课，就应该无拘无束，从各种投资方略中，自由地探取有用之物。如此说来，在科技类股票欣欣向荣之时，不去碰成长型股票，便没有意义。2002～2007年，参与房地产投资就是聪明之举。投资具有私密性的对冲基金，只要选择得当，就可能有丰厚的收获。2006年，对冲基金Amaranth Advisers公司，因其基金经理在能源期货上押错方向而发生崩盘，投资者投入该基金的钱大部分损失殆尽。格雷厄姆不赞同第二次世界大战后兴起的某些更复杂的投资思想。

就投资而言，没有任何一套体系完全行之有效。我们最好要知道每套体系的优点和缺点。一般投资者做了一些研究之后，可以琢磨出如何利用任何一种给现代个人金融投资注入活力的优秀思想。在通常情况下，对冲基金（这类机构专注于证券交易）和私募股权基金（这类机构或部分或全盘买下一家公司，希望经过改善之后将其出售获利）是富人的投资地盘。你至少得有100万美元的财富净值，才能获准踏入它们神圣的门槛。但即便是在这些领域，也有一些金融工具可资利用，让普通投资者得以参与其间。

成功的投资者能做到灵巧圆通。他们不会把所有的鸡蛋都放在一只篮子里。格雷厄姆虽被视为投资价值股的神人，但为了安全起见，他也赞成在所持投资品中，拥有很大一部分债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆在数学方面具有一种与生俱来的能力。他设计了一个公式（如今或许已经过时），这一公式在很大程度上依据盈利增长率来计算一只股票的“内在价值”。所谓内在价值，换言之，就是这只股票应该在什么价位卖出。在格雷厄姆看来，股票若卖价大大低于其内在价值，便是便宜的股票，应该买入，或者，至少该好好地给予关注。售价大大高于内在价值的股票，则是价格被市场高估了，通常最好避而远之。不过，数学的应用，在格雷厄姆的书中也是有限的。他认为，任何与投资有关的数学应用，如果超出算术和简单代数的范畴，便不可信、不可靠。1958 年，他在载于《分析师》杂志的一篇文章中写道：“每当微积分或高等代数用于投资分析，你不妨把这当做一个警示信号，说明操作者正在试图拿理论来取代经验。”

长期以来统计学占据着市场分析的领域，比如在棒球运动中即是如此。因此，随着计算机的问世，超级复杂的数学应用渐渐融入投资分析也就不足为奇了。的确，有一派观点逐渐形成，认为统计学实际上能够占卜市场的未来之路，市场之兽可以通过数字智慧予以驯服。这背后有一种信念，即相信股市根本就不狂野。相反，股市是一个理性的存在，人类可以破解它的密码。这种思想的种子，早在数世纪前就播下了。1776 年，经济学哲人亚当·斯密在其经典著作《国富论》中宣称，经济体和市场受一只“看不见的手”驱动，这只手是一种集体意识，它利用个体的努力，为一切个体的福利创造赏金。

1906 年，耶鲁大学经济学家欧文·费雪出版了一部开创性著作，名为《资本与收入的性质》（*The Nature of Capital and Income*），该书将亚当·斯密的思想向前推进了一步。费雪认为，从统计上看，20 世纪初，股市绝对可以说是一个极乐世界，是受到上帝祝福的财富持续扩张的所在。1947 年费雪去世后，学术界其他人士将他的理论予以完善，提出“有效市场假说”。其命题是：从分析师到资金管理人，由于对市场数据的综合了解，从中进行提炼分析，可以确保股票价格处于适得其所的位置。试图战胜市场实际上是不可能做到的，那么何必要去尝试呢？有效市场假说的主要倡导者凭借这一理论获得了很高的声誉，其中数人荣获诺贝尔经济学奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一理论在表述中没有涉及信息缺乏、情感和群体心理的强大影响力。对于格雷厄姆的追随者来说，既然未来不可预知，看懂鸟雀的内脏，较之任何应用数学的预测方法，都更加具有启发意义。约吉·贝拉（Yogi Berra）在这一问题上非常睿智，他说，“我从来不做什么预测，尤其是对未来的预测”。有些投资者的确会对市场做出了不起的判断。奉行享乐主义的查尔斯·梅里尔是美林证券的创始人，他之所以曾认为爵士时代的股票大牛市正在趋向疯狂，很大程度上是因为投资者大举借债，想要参与到股票市场中。回想当年，投资者只要付出10%的现金（现在是50%），便可以拿到大量保证金贷款，然后再用这些借来的纸上钱款，去购买更多的股票。1929年年初，梅里尔建议他的经纪客户，以当时已高高在上的价格卖出手中的股票，这样便可以减少手中的股票风险。但梅里尔的先见之明是个例外。

21世纪头10年有一个令人生疑的不同之处：在这10年中，出现了两次股市大崩盘，似乎没有任何来由。第一次是2000～2002年科技股崩溃，第二次是与住房市场有关的暴跌，股市于2008年受到重创。

这两次大崩盘致使全世界的市场深受打击。纳西姆·塔勒布写了一本引人入胜的书——《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》，他在书中用一个富有魅力的名称来描述灾难性事件。两次双胞胎般的大崩盘，让21世纪初的市场遭受重大挫折，就是这样的灾难性事件。他在书中写道，虽然人人都知道天鹅是白色的，但偶尔也会出现一只黑天鹅。黑天鹅在市场而非池塘中现身的时候，会带来毁灭性的冲击。400年前，英国哲学家弗朗西斯·培根说过：“虽然随机的世界里根本不存在秩序，但人类因为天性使然，总会力图去发现秩序。当灾难性的无秩序不可避免地出现时，人类会遭到雷劈。”

既然无人能预测市场，那么确定市场的情绪何时转换，便不在凡夫俗子的能力范围之内。倘若你提前知道雷曼兄弟会在2008年9月中旬垮台，并且提前知道雷曼兄弟的崩溃会让全世界的借贷市场陷入停滞，那么你便能预先抽身退出市场，或者做空雷曼兄弟。

即便像诺查丹玛斯那样的大预言家，在华尔街也无能为力。2009年年初，喜好戏谑嘲讽的乔恩·斯图尔特在其主持的《每日秀》节目中，指责CNBC《疯钱》节目主持人、投资大师吉姆·克莱默，说他未能向受众正确预测市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

死亡，并荒谬地暗示说克莱默看到了市场正要面临怎样的灾难。斯图尔特对身边的克莱默说："你们都知道。"克莱默平常是个话痨，此时也被机智锐利的斯图尔特吓得噤声不语、无力自卫。倘若克莱默果真知道，现在恐怕他早已跻身于全球最富有的人之列。这无人知道。

虽说你不能总是稳操胜券，但做了充分的研究，又灵活圆通，你还是能做出次数足够多的良好判断，最终会赢得胜利。克莱默在自已主持的节目中常常表现得像一个小丑，他一方面强调要多多交易，另一方面又说，既然多做交易让你承受大量有害的交易税费，这或许不利于你的投资组合。不过，还是要对他给予肯定，对于他推荐的那些股票，他毕竟很费劲地要一窥究竟。

运气在投资中会起作用——2008 年年初，有谁能预测数家华尔街大银行会在 2008 年年底最终沦为政府的监护对象？但运气几乎算不上唯一因素。英国大经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯，与本杰明·格雷厄姆是同时代的人，他曾经写道："大家普遍认为，从大众的利益角度考虑，赌场应该禁止踏入。或许，同样的道理也适用于股市。"凯恩斯将赌博和投资放在一起类比，是错误的。投资与赌博不同，投资是一个连续的过程，允许人们花时间去做分析，更重要的是，投资者胜出的可能性经常高于 50%。在多数时候，市场是向上运行的，而赌博时胜出的可能性偏向于赌场。

概率而非运气统治了市场。根据对过往的投资收益率进行计算，概率虽不是绝对可靠，但有助于指明可能会出现怎样的结果。从宏观层面上看，过去的历史已让我们看到几点教益。一是小市值股票，即市值一般低于 38 亿美元的股票，在走出市场下跌通道时，会领先于其他类型股票，因为投资者一直藏身于相对安全的大市值股票，一旦行情明朗，会将小盘股视为便宜货。

另一个从过往历史得出的教益是，至少自第二次世界大战以来，熊市不会持续很久——平均持续 13 个月。2008 年，标普 500 指数暴跌 37%，此后于 2009 年 3 月，便开始了强劲反弹。

令人烦恼的是，哪怕是最聪明的投资者也会被市场彻底击垮。本杰明·格雷厄姆知道，不可能确定市场趋势转变的时机。请思考一下投资者缴械投降的时点，也就是在此时，廉价抛售已经击溃脆弱的投资者，使坚强的幸存者有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能开始一场新的拉锯战。

要确定具体的时点令人沮丧。作为强有力的搜索引擎，谷歌公司多年来的收入和盈利持续强劲增长，即便在2008年后的大衰退㊀中也是如此。它的技术模式和商业模式看起来要优于竞争者。所以说，谷歌股票长时间来看表现不错，是合情合理的，股市理应对其持续上升的市场统治力给予回报。

但是，从2007年11月谷歌每股725美元的高价，到雷曼兄弟申请破产一年后的低位，股市将谷歌的价值削去了2/3。谷歌这样的优质股，也遭受了如此重创，投资者缴械投降的时点当然应该在2008年11月左右。

不过，下跌市道经过一场短暂的反弹后，又重新呈现自由落体式下滑，2009年3月触及新低。业绩表现优异的谷歌也一同滑落。为什么会这样？当时投资者正在惊慌失措地逃离股市，除了美国国债之外，再也不相信任何东西，因为美国国债由美国政府以这个世界上最富裕国家的强大征税能力做支持，所以其违约率是零。在如此疯狂的恐慌之中，像谷歌这样的优质股票也免不了深受其害。



1929年的股市大崩盘，既消灭了众多投机者，也消灭了众多一般投资者。1929年10月，股市在两天内损失了25%的市值。然后，查尔斯·米歇尔和大通国民银行的艾伯特·威金之类的大银行家，进场买入股票，阻止了股市下跌。一段时间内，他们获得了成功，到1930年4月，股市几乎收回一半失地。但在1930年秋天，股市再度下滑。后来事实表明，米歇尔和其他银行高管得益于一只名为国民城市的基金，这只基金向他们提供无息贷款，使他们的损失得到缓冲。威金甚至还做空了本银行的股票。

随着大萧条的开始，格雷厄姆对于“在股市不做充分关注，会有怎样的不良后果”，有了痛苦的记忆。他本是了解华尔街的人，知道如何考量股市情绪，如何靠之前已取得很好成效的勇气和技能横渡股市的湍流。但即使他拥有这种

㊀ 大衰退（Great Recession）一词仿效20世纪30年代大萧条（Great Depression）的说法而出现。它是指始于2007年12月、延续时间达20多个月的经济危机，由2008年金融危机的爆发引起，影响波及全球。其对经济的影响比大萧条弱，但比一般平均持续16个月的经济衰退严重。有时，该词也指狭义的2008年金融危机，请读者明辨。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好的专业投资能力，在股市突然跌落一年之后，也铸成了大错。与查尔斯·米歇尔不同，格雷厄姆转而看多股市。他只是凭着本能的反应，便认定最坏的市况已经过去。1930年，他下重注赌股市会有一个更加光明的未来，在他开办的华尔街经纪券商格雷厄姆－纽曼公司里，格雷厄姆既替自己，又替客户买入股票。他通过保证金大举借债，以期放大出色的投资收益，他确信成功在向自己招手。他告诉客户们，股市疯狂已成过去。令他痛苦不堪的是，不久他便发现疯狂并未消失。



1929～1932年，格雷厄姆的公司损失了75%。格雷厄姆身材矮小，智识令人生畏，有着冷峻的脸庞，一双蓝眼神采奕奕，他通常把生活看做一条无穷无尽的快乐之泉，现在却忧心如焚了。惨重的损失还在延续，他拖着疲惫的身体，走到空无一人的曼哈顿下城区的办公室，快速翻动着格雷厄姆－纽曼公司惨不忍睹的账册。他的客户在成批地逃离，把剩下的钱提走。他心情沉重地得出结论：关闭公司是唯一的选择。只是在合伙人吉罗米·纽曼说其岳父愿意投些钱让公司维持下去之后，格雷厄姆才勉强同意不关门歇业。

格雷厄姆闷闷不乐地坚持着。四年里，没拿一分钱的薪水。他本住在王宫般的公寓里，可以俯瞰中央公园，现在他把家搬到附近一个不那么豪华的住处。他的妻子原是舞蹈教练，又重新操起了旧业。他变成了守财奴，一两毛钱的硬币都积攒下来，出行坐地铁，再不打车。过去他每周请母亲去精致的餐馆吃饭，现在却带她去价格低廉的小吃店。他后来曾写下这样的话：“挫败和近乎绝望的感觉，差不多压垮了我。”他的目光不再神采奕奕。

从华尔街到一般社会，20世纪20年代随处氤氲着股市不可能赔钱的气氛，现在完全消失了。风光明媚的盖茨比式（Gatsbyesque）的好日子，流溢着香槟美酒，股价永远不断攀升，现在已然成为苦涩的记忆。在美国的大街上，人们衣着寒酸，排着长长的队伍，等着领救济面包。简陋的棚屋，像野草蔓生一样，在各地的小镇上冒出来。随着银行倒闭，投资缩水，一度日子红火的人们眼睁睁地看着自己的活命钱随风而逝。与2007年开始的大熊市颇为相似，恐惧和绝望的情绪，如同弥漫的浊雾，飘浮在空中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一片愁云惨雾的氛围中，极其理性的格雷厄姆静下心来，做着自己最擅长的事情——认真地审时度势。他知道，1930年，他犯了错，不该信赖自己的乐观天性；那时，倘若更加理性地研究形势，他本可能让自己绕开痛苦的深渊。此前，他已通过历练，变成小心谨慎的投资者，对金融细节有着少有的洞察力，可是在1929年，他却突然转向，偏离了自己的投资哲学。他认识到：自己在20世纪20年代创造的财富虽已丧失很多，但最初创造财富所使用的方法仍然适用，比以往任何时候都适用。非但如此，他还应该与世人分享这些投资方法。于是，即便有相当一部分资产仍然千疮百孔，他却变得激昂起来，引得旁人投以纳闷的目光。他的眼里重新跳动着奕奕的神采。

他认为，现在正当其时，该写一本书告诉人们，如何以智慧和坚韧不拔的毅力，通过仔细审查股票，寻找缺点和机会，来创造财富。他认识到，投资者需要一套体系，用以脱离个人的财务泥塘，并在投资纪律的约束下，建立新的投资组合。

两年后的1934年，有了结果，他出版了《证券分析》一书。该书是将他业余在哥伦比亚大学的所授课程经过系统整理而成。他带着随时可能有的幽默，忠实地依靠统计资料说话，告诉如饥似渴的年轻学生，如何通过深挖公司财务数据来评估股票和债券的价值。他和教学伙伴兼共同作者哥伦比亚大学教授大卫·多德一起，为这本书提炼了这一投资智慧。长得瘦高难看的多德，坐在格雷厄姆执教哥伦比亚大学的教室后面做笔记，记录下了这位华尔街博学之士的幽默言辞和鞭辟入里的投资洞见。



《证券分析》中的投资原则，费了一些时日才流行开来。人们身处大萧条的黯淡时期，对格雷厄姆关于投资如何获得成功的思想，很少抱有开放接受的心态。当时著名的幽默人士威尔·罗杰斯所说的话，对普遍存在的情绪做了最好的写照。他说宁愿玩彩票，也不想玩股票，因为买彩票，“你不需要那么多的钱，还更有机会赢钱”，甚至连专业投资者也不再抱有希望。罗伯特·拉维特属于华尔街由来已久最有权势阶层的北欧裔美国人，他在《周六晚间邮报》中发文写道，好股票实际上不可能找到，“唯一永久的投资，已变成完全无法挽回的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失”。股市的灼伤如此严重，以至于没有多少人想投资。20 世纪 30 年代，纽约股票交易所的股票交易周转率只占繁荣的 20 世纪 20 年代的 20%。

在冠冕堂皇的政府部门，谁也不认为谨慎而不易受骗的投资，是解决问题的一种答案。在罗斯福的新政之下，华尔街无奈地接受了一大堆杂乱无章的新规则。有些早该实行，比如禁止利用公司尚未发布的业绩内幕信息进行交易。有些则是有害而无利，比如抑制卖空交易，而卖空交易能提前暴露不良股票，免得这些股票被人为吹爆，从而伤害投资者。

随着大萧条的蔓延，全世界的政府都做出了规模宏大的应对之策，个人的努力毫无价值。在美国，解决之道就是让公共部门更多地消费，上马大量社会项目，对工商业制定更严格的法规。在德国，就是实行独裁政治，重新武装军队，强制遵守严格的秩序，让犹太人成为替罪羊。所有的国家都高高竖起关税壁垒，支持本国工业，庇护其免受来自异国的竞争。美国的政策经过很长时间才见成效，德国的政策则导致了大屠杀，而全球性的高关税壁垒只是让大萧条变得更加深重。

《证券分析》一书提供了一种个人救赎。格雷厄姆无意使这本书成为拯救整个社会的药方。但他认为，投资者做出智慧的调查，确定该买什么样的股票和债券，对什么样的股票和债券该避而远之，这样能够改善自己凄苦的命运。

对于愿意接受格雷厄姆书中教益的人来说，该书突然有了一个优势，因为国家监管刚刚出现了严厉的一面，从而使他的投资技术可以得到很大的支撑。新颁行的《证券投资交易法》规定，以前不定期发布或根本不发布，且准确性令人生疑的公司财务数据，现在必须按季全面披露。捏造数据，比如虚增报告盈利，依法应予以惩处。突然之间，只要投资者愿意，便有更多的工具可用来分析证券。

格雷厄姆的投资技术，作为一套组织有序的体系，给投资大众带来了革命性的投资理念。这套体系教导投资者要有生物学家般的细心，解剖公司的财务情况。格雷厄姆价值投资体系的核心，在于寻找潜藏的奇珍异宝，也就是价格已被打压的股票，其价格之所以低廉，是因为公司目前已不再时髦，或者犯下了战略错误，但基本上健康无忧，一旦市场认识到这一点，股价会重拾升势。

《证券分析》中举了一个典型例子，该案例现在来看颇有些怀旧的味道，说的是马萨诸塞州一家纺织品制造商——汉密尔顿羊毛制品公司。20 世纪 20 年代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末，汉密尔顿股票每股在13美元左右。但格雷厄姆看到，该公司的净流动资产，即现金和短期应收账款之类的流动资产，减去一年内应付账款和利息等流动负债之后的差额，却高达每股38.5美元。换言之，该公司的实际价值，高于市场赋予其的价值。汉密尔顿公司的问题是，公司管理非常糟糕，常常处于亏损状态。格雷厄姆认为，有了新的领导层，经过修改的业务流程已开始实施，该公司的股票很值得购买。不出一年，股票涨至40美元。以先前13美元的低价购入股票的投资者，赚了两倍的钱。

当然，任何投资体系都不能驱除市场自来有之的所有交易方式，股票经常是通过俱乐部成员关系、利用私下的小道消息、强行推销来买卖的。2009年，伯纳德·麦道夫涉案500亿美元的庞氏骗局被曝光，此人被判长期监禁，像这样的投资骗局以前屡有发现。格雷厄姆在投资生涯早期也曾上当受骗，他向人们展示了如何发现骗子。他赞成对于有人想推销的东西，应该保持一种健康的怀疑态度，甚至包括注册经纪商，因为一般而言他们理应将顾客的利益放在第一位，但他们也可能受到诱惑，只是为了获得交易佣金，便去兜售充满不确定性的股票。格雷厄姆在书中写道："因为他们的生意在于赚取佣金，所以他们几乎无法避免投机心态。"

时间慢慢推移，随着美国经济从大萧条中恢复过来，格雷厄姆的书成为投资"圣经"。《证券分析》至今已出版发行五次。其姊妹篇《聪明的投资者》（多德没有参与撰写），于1949年问世，到现在也多次重印。这本书最初出版的时间，比遭遇20世纪30年代大萧条时代的《证券分析》更加有利。美国自第二次世界大战之后强劲的经济增长此时正开始显现。1952年，低位徘徊达20年的道琼斯工业平均指数，回复至1929年的水平。越来越多的人再次将目光投向华尔街，将其视为一个创造财富的地方。如今，美国有一半家庭投资股票，很多是通过401（k）和类似的退休养老金计划进行投资。



投资的核心概念是风险。你所做的投资，其成功的可能性有多大？在格雷厄姆看来，投资从来就不可能是一门有着预计结果的精确科学。但是通过认真地做好准备工作，投资者做出的投资决策可以提高成功的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆之所以能够成为如此精明的投资者，一个原因是他对于命运吊诡的一面有着根深蒂固的认识，这种认识是他早年留下的。格雷厄姆出生于伦敦，原名本杰明·格罗斯鲍姆，一岁时，家里为了扩大瓷器和陶器的进口生意，移民至纽约。很不幸，他尚年幼，父亲便去世，家里的进口生意也做砸了。他的母亲开了一家小旅馆，为人提供膳宿服务，结果生意也渐渐淡了下去。雪上加霜的是，为了挽回损失，母亲通过保证金（即用借来的钱）买入美国钢铁公司的股票。1907 年的金融恐慌让她血本无归。第一次世界大战开始后，家里将姓改为格雷厄姆，以避免听起来像德国人的姓所带来的耻辱感。这是家里唯一一次赌对了的，谁也不会因为怀疑他们与德皇（Kaiser Wilhelm）有关联而迫害他们。

年少的格雷厄姆天生智商高。他的记忆力超乎常人，会用六种语言阅读。读高中时，他的成绩排名全年级前列，获得哥伦比亚大学奖学金。最重要的是，他的数学能力非常突出。大学毕业时，他获得了在哥伦比亚大学教授英文、哲学和数学的工作机会。他选择去华尔街，因为他觉得在那里，他大有可能利用自己的数学能力，得到父母没有得到的财务安全。他进入纽伯格－亨德森－劳伯公司，从最基层的工作做起，很快便得到升迁。

但是一到那家公司，他就痛苦地领略到华尔街的危险所在。他投资一家名叫萨沃尔德轮胎的公司，犯了一个大错。第一次世界大战之后，汽车业正是热门的新兴工业。1919 年，他和几个朋友在萨沃尔德股票上投入 6 万美元，按今天的美元价值计算，相当于 76.5 万美元。后来的事实表明，这家公司根本是子虚乌有。他和朋友们投出的钱都打了水漂。这一次投资失败使他认识到，对任何自己要投资的股票都要看得真切，不要被股票的表面魅力冲昏了头脑，这两个教训成为价值投资的核心原则。

格雷厄姆谆谆告诫说，人们应当做投资者，而不是投机者，不要像他投资萨沃尔德股票时那样，成为一个令人羞耻的投机者。他不厌其烦地告诉学生、读者和客户，他的基本信念是：不要接受事物的表面价值；在下决心投资前，要努力寻找能有长期良好表现的股票；准备好应对艰难市道；不要随大流，做羊群中的一员。

为了说明风险的危害，格雷厄姆异想天开，杜撰了一个称为市场先生的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物，这个人物集中体现了投资者所具有的一切行为缺点和怪癖。沃伦·巴菲特作为格雷厄姆的一位知名信徒，在给自己掌管的伯克希尔-哈撒韦公司股东的一封信中，也描述了这个人物，说市场先生是一个狂躁抑郁症患者。有时，市场先生极其兴奋，给一只股票标上很高的价钱，担心你打压他，从他手中夺走理所应得的收益。有时，市场先生又非常消沉、悲观丧气。这时，巴菲特写道："市场先生什么也看不见，只看到前方有困难等着工商业和全世界。"巴菲特接着又写道："格雷厄姆所谓的市场先生，会标出很低的价钱，因为他害怕你把兴趣投注到他身上。"

市场先生受情绪浪潮的拍打，一会儿被恐惧抛向这边，一会儿又被贪婪掷向那边，哪怕是最优秀的投资者，他也会让他们俯首称臣，轻易将其击败。巴菲特多次荣登《福布斯》杂志全球首富之榜，2008 年他自己惨遭重创，因为他竟然也出现了重大失误的投资举措，如投资两家爱尔兰银行，后来都出了大问题，又如在油价似乎冲天而去时，买入能源股，结果随着经济衰退压缩了能源需求，油价终于跌入低谷。

格雷厄姆认为，对于投资者而言，自身的人性缺点始终会带来危险。巴菲特投错了石油和银行类股票，格雷厄姆 1930 年兴致勃勃地投资股票，也遭遇了不幸，这都说明即使是最有眼力的投资者，也有可能迷失方向，偏离自己的投资策略，从而招致灾难性后果。用当下华尔街的流行术语说，若"在风险曲线"之外行走，投资者便为自己架起了跌落的高台。

格雷厄姆应付风险的办法，是投资时坚守自己的四字座右铭："安全边际"。换言之，便是投资时，算出一只股票的真实价值，然后以更便宜的价格买入。格雷厄姆宣称，股票最终可能会回弹至正确的价位。而且，这样的股票买入一定的数量，便可能会有足够多的股票成为赢利股票，由此获得的收益，用格雷厄姆惯常的低调说法，是"非常令人满意的"。自格雷厄姆参与股市投资的时代以来，其他一些博学之士也有自己的办法来抵消风险的影响。

无论有什么样的信念，所有市场专业人士都知道，涉及范围广泛的经济大势可能会让制定得最完善的计划泡汤。即便在 1930 年，格雷厄姆行事更为谨慎，让人难以置信的市场大崩溃，也会在一定程度上使他遭受损失。在 21 世纪初科技股崩盘之前，看多者声称，这一次规则已然改变，成长型股票会不断地高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

歌猛进。然后，如 e-Toys. com 之类的愚蠢公司，在未能吸引足够的顾客之时，烧尽了融资所得的现金。在接下来的另一次股市大崩盘之前，大约 2007 年时，又有人得意地肯定，次级抵押贷款的乱象已受到控制，因为华尔街的天才已对风险做过非常专业的分析，不会有任何恶劣的事情真正发生。太悲哀了，他们错得离谱。



2008 年，股市之熊肆意撕咬投资者，几乎所有的资产类别（安全性极高但收益率很低的美国国债例外）都受到打击。毁灭性打击之彻底、全面，令人惊愕。美国差不多有 5 000 只专门投资股票的共同基金，只有一只基金赚钱。这只弗雷斯特价值基金，勉强在 2008 年赢得了 0.4% 的总收益率。与此同时，股票型基金的平均收益率为 –39%。

市场具有令人困扰的周期性。长期以来，格雷厄姆和众多股市评论员都告诫说，对于未来，过去并不能作为指南，并且未来必然会呈现让人不愉快的意外情况。就连信守成长型投资的人（一般而言总是看多）也都承认，尽管他们会最先宣称危险已成过去，但经济总体上有时的确可能会出现糟糕的状况。专注成长型股票的策略师拉斯洛·比利伊（Laszlo Birinyi），根据金融风暴动能不断增加的形势，预测 2008 年股市会出现崩盘，但在 2008 年年底，他又建议投资者趁股票便宜，赶紧进场买入。

在生命的暮年之际，本杰明·格雷厄姆总是在吃饭时，拿自己是现代投资之父的身份来逗乐。他开办的格雷厄姆–纽曼公司，于 1956 年解散，此后他迁居加利福尼亚州，继续在加利福尼亚州大学洛杉矶分校任教。他在法国也安了一个家。严格说来，他已退休，但在公共场所的曝光率却很高，他经常发表演讲，接受访谈，受到崇拜他的“粉丝”的巴结趋奉。“朝圣者”源源不断地来拜见他，向他寻求指导。

在格雷厄姆之后，作为已确立的信念而成型的投资策略体系，其主旨或者在于将所持证券进行广泛多样化组合，以便证券受到更好的保护（这种体系现在称为资产配置）；或者在于发现、猜测大众心理对市场的影响（称为行为金融）；或者在于揭穿经营拙劣、带有欺诈的公司，赌它们的股票下跌（称为做空）；或者在于专门投资指数基金，这类基金跟踪大型市场指数，而非挑选个股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行投资；或者在于进行海外投资，而思想褊狭的美国人往往并不在国外寻找极好的投资机会。对冲基金已崭露头角，它们使用令人头脑发麻的高深数学，进行定量分析，以发现投资目标，或买卖如衍生品之类复杂的新生证券。

当然，这些投资思想有的已存在了很长时间，只是不那么重要。如今，大量专业信徒都在积极地加以运用。

比如，将资产进行多样化安排，使得所有资产不至于一时间全盘覆没，便是很简单的常识，长久以来，聪明人都照此行动。格雷厄姆在《证券分析》一书中，建议人们分散持有证券，“以期将运气的影响降至最低，同时使收益按概率法则得以最大化”。不过，近来出现了一种知识，用以指导这种多样化投资。金融策划师已作为一个完整的行业出现，他们使用计算机编程的蒙特卡洛模拟之类的高级分析工具，对你的投资组合进行数以百计乃至千计的情境模拟，以便考察你的投资组合伴随你退休后生活的可能性有多大。

同样，数个世纪以来，人们也一直有做空股票的行为，只是现在做空才作为一个真正的交易门类存在，专家为从事这类交易，潜心于揭穿公司弊端和缺陷，并加以利用。詹姆斯·查诺斯（James Chanos）曝光安然公司的烂污内里，像他这样的大空头在法庭出示上市公司会计作假的证据，的确是阳光下的新鲜事。格雷厄姆有时也卖空，有些股票价格被过高推升，注定要下跌，他在探查清楚之后，会下注赌其价格跌落。

有些投资思想，比如对冲基金所使用的数量分析，过于复杂，格雷厄姆若尚在人世，很可能不屑于理会。数量分析高手们相信，通过只有计算机才可能完成的极端复杂运算，他们能发现市场走势，或对交易异常现象加以利用。数量分析高手们将新潮的债券进行切分，打包进据说安全性更高的东西，名曰抵押债务担保证券云云。数量分析高手们还会东拼西凑，设计出复杂难解的金融衍生品，而这种被称为影子证券的衍生品，其表现则以实际证券的表现为基础。虽然计算机技术直到格雷厄姆年老退休时，才广泛应用于投资领域，但他很可能会认为，数量分析人士也太过于深奥难懂了。他相信，要很好地把握一只股票的真实价值，所需使用的数学，对于任何有头脑、愿意专注投入的人来说，都应该是容易掌握的。格雷厄姆的价值投资信徒巴菲特，就对金融衍生品怀有戒心，2002年他把金融衍生品称为“大规模杀伤性金融武器”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们知道，当今有两种投资思想是格雷厄姆不喜欢的：一是成长型投资，这种理念认为价格在上涨的股票，应该马上买下来，因为这样的股票必定会继续上涨；二是有效市场假说，这种理念认为试图战胜市场是愚蠢之举。

20世纪20年代，成长型投资理念深受欢迎，不过那时并没有这样一个名称。成长型投资者通常不太关心一只股票品质究竟如何，他们只关心股票的价格是否在飙升。曾有一位名叫杰拉尔德·勒伯的股市评论员，大约在《证券分析》首次出版时，写了《投资生存战争》一书。他建议投资者：如果一只股票很热门，无论其价格怎样，都应该买入，然后股票一有疲弱表现，便将其卖出。但是格雷厄姆说，不考察股票的基本面情况，这样的投资是十足的愚蠢。这种策略要求人走在众人之前，而这经常是不可能做到的事。对于成长型策略，格雷厄姆在书中写道："在很大程度上，这就是A试图确定B、C和D可能会怎么想，而B、C和D各人又试图确定其他人怎么想。"

格雷厄姆走到生命尽头的时候（于1976年去世），花了些时间抨击时髦的有效市场假说。这个假说在当时还是学术界新出现的理论，认为一只股票的价格是所有公开可得信息的综合反映。因此，该理论声称，既然有大量的投资者每天盯着市场，那么这只股票长时间出现错误定价的情况，是不大可能的。

正因为如此，根据有效市场假说，投资者不可能战胜市场，若要下注，最好是购买指数基金，如先锋500之类，因为指数基金会反映整体市场。指数基金持有的股票，通过指数成分股事先确定，不需要多少人为干预。这看起来是一个非常好的投资理念。的确，2004～2008年，标准普尔公司发现，其覆盖大市值股票的标普500指数，表现要优于72%的投资大市值股票的主动管理型共同基金，这类基金都自行挑选股票进行投资。标普中等市值400指数，打败了76%的专门投资中等市值股票的主动管理型共同基金；标普小市值600指数，战胜了85%的专门投资小市值股票的主动管理型共同基金。

格雷厄姆反对有效市场假说，理由在于：信息缺乏和情绪波动是股票定价中强有力的影响因素，这些因素使得市场根本无法"有效"运行。因此，他说，一般情况下，股票价格总会有所偏离，高于或低于应有的价值。个人对股票的真实价值进行调查后，可能会发现股票的价值暂时受到低估，由此便有便宜货等着被利用获利。根据格雷厄姆的投资方法，聪明的基金经理因为有工具可资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用，以探究公司财务的内在实情，便能跻身于战胜大市值股票指数28%的主动管理型基金经理之列，跻身于战胜中等市值和小市值股票指数24%和15%的主动管理型基金经理之列。

本书并非一本具体的投资指南，也不仅仅是叙述投资历史。本书旨在探析那些激活当今投资世界的主要投资方略是如何演变的，同时，分析它们各自的优缺点。没有哪种方略是解决一切投资问题的万全之策。我们需要了解其中的每一种，了解它们的起源，它们的走向，它们是否能把我们带向想去的地方。

最后说一下格雷厄姆曾揭露的一个事实，这一事实恐怕各种各样的投资者都能认同，那就是：很多投资都做得非常糟糕，而这正好让投资做得好的人从中得益。“若把华尔街比做一家机构，它很幸运，”格雷厄姆说，“因为少数人买卖证券能获得成功，而很多其他人又认为自己能够成功。”格雷厄姆深知，驯服投资之兽，是一项艰苦而挑战脑力的活儿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　录

前　言

第 1 章　明珠失色

价值投资　/1

巴菲特恪守这样的核心信念：投资对象应该能让投资者理解、看得懂。正因为如此，他通常会避开科技股和金融衍生品。

根据很多研究分析，价值型股票长期内的表现优于成长型股票。

价值型股票亦有缺陷。它们在艰难的市道中也受过煎熬，比如在科技股大受追捧的时候，即是如此。此外，还可能存在“价值陷阱”这样的问题，便宜的股票只会变得更便宜，从而伤害到投资者。

第 2 章　股票王道永存

股票表现最优吗　/26

杰里米·西格尔教授的专著《股市长线法宝》，拥有巨大影响力。

据西格尔研究，自 1802 年以来，股票是回报率最好的投资品种，扣除通货膨胀的影响之后，每年平均大约上涨 7%，并且，他说，这种趋势未来仍将延续。

在 21 世纪头 10 年，股市给投资者带来极差的投资结果，这使西格尔的乐观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主张出现了疑问。在这所谓的“失落的十年”期间，股票亏了钱，而债券表现更好。

很少有人会否认，在20世纪，股票表现优胜。面对未来，投资策略师要解决的问题是，该在股票上投资多少钱。

第3章　自动导航式投资
指数基金　/45

约翰·博格于1976年发明指数基金，设立先锋500。

指数基金的管理是被动式管理——其所持股票会自动地定期调整，以便与基准指数相匹配，不论基准指数是标普500指数还是其他指数。

指数基金的最大吸引力在于：它们常常会打败主动管理型基金；一般而言，70%的主动管理型基金表现不如标普500指数。

指数基金也有些不足之处。有些指数基金与其基准指数不匹配，这种缺点叫做“追踪误差”。

第4章　从温和到狂野
债券振翅飞翔　/67

太平洋投资管理公司的比尔·格罗斯，以他的洞见（不同类别的债券会有不同表现）给债券投资界带来了革新性变化。

通货膨胀是债券的最大天敌，多次深深地伤害过债券。信用品质不良是债券的第二大天敌。

债券变得越来越复杂，这既让债券成为更好的可资利用的机会，又让债券变得更加危险。

第5章　快车道
成长型投资　/91

托马斯·普莱斯在成长型股票投资理念的创立方面，地位最接近于本杰明·格雷厄姆创立价值型股票投资理念。作为资产管理公司普信集团的创始人，他设定一些规则，用以发现值得购买的成长型股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般说来，价值型股票在经济走出下降通道时表现最优，但在大衰退之后，由于遭到重大挫折的金融股在价值型股票中占据多数份额，成长型股票的表现占了上风。

尽管托马斯·普莱斯提出告诫，说公司有生命周期，但成长型股票亦可以再度青春焕发。

第6章　投资在别处

国际化投资　/107

约翰·坦普顿最先让普通美国人有机会投资于外国股票。

坦普顿成长基金利用外国的经济发展，创造了基金业史上一些最优的投资收益纪录。

坦普顿在国际投资方面做出了开创性努力，结果，现在有了众多投资于海外股票的金融工具。很多共同基金和交易所交易型基金专门投资于海外股票。

第7章　不坚实的房地产投资

房地产的吸引力　/122

房地产投资由于需要承担沉重的债务，属于前途最为难料的一种投资。

栖息之所是人类最原始、最基本的需要，现在无论对于大资金投资者还是普通人，房地产都已成为一个较为重要的资产类别。

房地产投资曾是地区性的事务，现在已变成全美性的投资。华尔街通过将抵押贷款打包成债券，即抵押贷款支持证券，轻易赚取了大量利润。这些贷款最终“发生爆炸”。抵押贷款支持证券市场的崩溃，几乎将世界推入另一场大萧条。

尽管发生了与房地产有关的“连环撞车事故”，但仍有办法从不动产投资中获得利润。

要区分房地产投资信托基金的优劣，有一个关键点，就是看其债务负担的轻重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章　另类投资

并非只有富人才能参与　/150

像外汇交易和大宗商品之类的另类投资，长期以来属于身价数十亿美元的巨富所参与的投资领域。

参与外汇交易，要获得成功，必须拥有很强的预测能力，极少有人能始终如一地做到正确无误。

大宗商品（金属、能源、粮食等）同样也有风险，波动剧烈。

黄金对于心怀畏惧的投资者，是一种典型的可以带来慰藉的投资品。

木材绝对属于长期投资品，因为树木需要历经10年以上的时间才能砍伐。

长期以来，艺术品收藏是亨利·克拉维斯之类超级富有者独享的投资领域。这是一个行情变化无常、流动性极低的市场，投资过程中需要支付高额费用和税收。

第9章　资产配置

多样化投资　/169

资产多样化，即将一些朝一个方向变动的资产和另一些朝另一方向变动的资产组合在一起，现在已成为理财规划的一个标准。

20世纪50年代，经济学家哈里·马科维茨首创现代投资组合理论，为投资多样化提供了学术框架。

在保守型资产配置中，债券权重大而股票权重小，但这种投资组合，可能无法积累起良好的退休生活所需要的财富。

在为客户制定投资规划时，很多理财规划师会使用蒙特卡洛模拟，但蒙特卡洛模拟以及其他类似工具可能会达不到期望要求，因为它们完全取决于落在钟形曲线上的结果。

第10章　寻找劣者的投资

卖空　/188

空头卖家是预料股票行情下跌的投资者，对于突显上市公司的弱点，比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然之类公司的弱点，可以起到有价值的积极作用。

空头卖家是操纵市场的一类人吗？一项学术研究得出结论认为，空头卖家往往并不先于市场采取行动，这一研究结果削弱了对空头卖家的指责。

长期以来，空头卖家的名声都不好。

1907 年、1929 年、2001 年和 2008 年，市场发生大崩盘，让空头卖家显得尤为恶毒。

最优秀的空头卖家极善于分析公司会计处理，同时也是技巧娴熟的侦探。

第 11 章　棋坛大师

对冲基金和私募股权基金　/207

对冲基金使用一般认为复杂而高级的投资策略，交易股票和其他金融工具，同时大量利用杠杆放大投资收益。

对冲基金是政府监管很少的一类投资池，资本由机构和富有的个人提供。

私募股权基金，是对冲基金的“表兄弟”。私募股权基金收购整个公司，力图使公司业务好转，然后以高于当初收购价的价钱出售公司。

除了获得深受好评的成功之外，对冲基金界也遭遇了一些重大失败，其中很多是由基金经理的傲慢自大造成的，他们是聪明反被聪明误。

第 12 章　大众疯狂

行为金融透视　/226

一个称为行为金融学的新学科表明，人类的情绪情感和易犯错误的特点，是投资决策中的重要影响因素——这与有效市场假说背道而驰，因为有效市场假说建立在投资者行为理性的信念基础之上。

投资中存在大量认知陷阱。“心理会计”是其中之一，因为有此心理倾向，我们会按不同层次将钱进行分类，并且区别对待。

“近期偏见”会让人滋生幻觉，认为刚刚出现的事情，在制定计划时，是最为重要的考虑因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"随大流的从众行为"会引导你投资于不大可靠的东西，比如大约1999年时的网络股。

过度自信是投资者中普遍存在的心理倾向，尤其是男性投资者。

结语　避开投资陷阱 /244

致谢 /248

作者小传 /250

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章
明珠失色
价值投资

沃伦·巴菲特是本杰明·格雷厄姆投资哲学的当代继承人。巴菲特认识格雷厄姆，对格雷厄姆的投资思维了然于胸，因为巴菲特曾在哥伦比亚大学聆听教诲，研修格雷厄姆开设的传说中非常知名的投资学课程。毕业后，巴菲特就职于格雷厄姆在华尔街创立的格雷厄姆－纽曼公司。时至今日，巴菲特有一个方面已让这位导师黯然失色，那便是：巴菲特享有一个充满偶像崇拜之情的绰号，叫做奥马哈圣人（对纽约心生厌倦之后，他又回到故乡内布拉斯加州）。格雷厄姆没有这样幸运，虽然也有人称他为证券投资分析的开山鼻祖，但这种称呼在过去从未流传开来。

自格雷厄姆时代以来，价值投资哲学发生了演变。巴菲特跟从这位大师学习了价值投资，接着又改进和完善了他的投资学说，以期适应当下投资环境更为复杂的时代。尽管巴菲特也像格雷厄姆一样，绝不随大流、追逐流行一时的投资热点，但他却凭借时刻关注时势和适时调整投资方法，让自己跻身于全球最富有者之列。格雷厄姆比起很多人也可谓身价不菲，但从未成就巴菲特那样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的眩目财富。如今巴菲特仍然健在，又超级富有，自然取代了格雷厄姆，成为价值投资者追随的楷模。

格雷厄姆从事投资的时代是自第一次世界大战结束至20世纪50年代中期。其间的金融环境更为简单。撇开大萧条时期的动荡不说，在他的投资生涯中，资本市场一直颇为呆板，至少就运行情况而言是如此。机构投资者和富有的个人买卖股票和债券，占了半壁江山。证券经纪实行固定不变的佣金制。市场恐慌偶有发生，除此期间之外，交易活动也都舒缓有致。巴菲特的投资生涯历时漫长，始于20世纪50年代，其间有着令人翻肠搅肚的变化。自艾森豪威尔时代至今，美国已变成这样一个国家：人口较先前富裕得多，市场规模较先前大得多，市场参与者相互之间的关联也紧密得多，若要理解市场，需要付出更多的心力和脑力。巴菲特正是架起桥梁，沟通了格雷厄姆所处的时代和我们当今置身其间的时代。

目前，美国有大量居民参与证券市场。足足一半的美国家庭拥有证券投资，主要原因是这些家庭持有401(k)退休金账户，或者个人退休金账户(IRAs)，个人退休金账户已如雨后春笋般大量出现，取代了传统的由雇主提供的养老金。家庭房屋自有产权的拥有度已如火箭升空般急速上升。由于贷款唾手可得，美国人已筑起累累债台。任何人通过网络经纪服务，只要支付少量交易费用，便能在自己的家里舒舒服服地做股票交易。没有人再需要假手经纪人买卖股票了。投资方面的信息，曾经难以获得，现在却能广泛获取。一般人从互联网上就能搜集到新闻、上市公司的财务比率数据和股票的市场表现。

电子交易的问世加快了股票买卖的速度，使得交易的迅捷达到令人眩晕的程度，买入一只股票可以在一纳秒内完成。也因为如此，金融业对整体经济的重要性有了极大的提升。在格雷厄姆做投资的时代，金融服务类上市公司占标普500指数的权重从未超过9%。如今，即便是遭遇了2008年金融危机之后，这一比例也在20%左右。一系列让人费解的新金融工具侵扰市场，进入人们的视野，从信用违约掉期到结构化产品，不一而足。各类公司在全球开展商业活动，同时耽于使用外汇掉期策略，这种财务策略复杂繁难，恐怕只有拿了博士学位的人才能掌握。掉期操作已演化成奇异的排列组合，若用格雷厄姆枯燥如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尘的分析方法，是无从应付的。

巴菲特使用格雷厄姆的分析方法，在买入股票之前，进行极其细致的尽职调查。但是，巴菲特比格雷厄姆走得更远，他还会分析上市公司的产品和发展前景，最为重要的是，他会分析上市公司的运营情况。格雷厄姆从来不是喜好交际的人，他只是囿于分析上市公司的财务报表，从中探求自己需要投资的东西。巴菲特觉得了解上市公司的管理层至关重要。格雷厄姆却避免这样做，他害怕管理层蒙骗自己。

2009 年接近年底时，巴菲特与伯灵顿北方圣太菲铁路公司（Burlington Northern Santa Fe）首席执行官马修·罗斯会晤后，以 263 亿美元的价钱收购了该公司。此前，巴菲特自 2006 年起已购入伯灵顿北方圣太菲铁路公司的少数股权，他与罗斯相熟，当他“求婚”表示全盘收购该公司时，对罗斯做了短暂的礼节性拜访。

巴菲特经常通过宏观视角，考察可能要投资的公司。巴菲特收购这家铁路运输服务公司的战略判断，基于自己对运输业大趋势的解读。伯灵顿北方圣太菲铁路公司隶属于一家拥有四条铁路线的寡头垄断公司，该总公司的铁路网遍及全美。这意味着竞争稀少，新的竞争者要想进入，会遇到难以逾越的壁垒。这种竞争格局，与能源价格可能长期上行结合起来，就表明伯灵顿北方圣太菲铁路公司作为一家货运企业，将大有可为。巴菲特就是这样推断的。毕竟，铁路在运输重型货物方面，已证明优于公路货车运输。如果你读一读格雷厄姆的书，无论哪一本，都会印象深刻，觉得他权衡投资对象的优劣时，对宏观大势的考察是多么的少之又少。

格雷厄姆极少持有和运作整个公司，而巴菲特通过自己掌控的集团企业伯克希尔－哈撒韦公司，却常常这样做。伯克希尔－哈撒韦公司控制着数家保险企业、一家糖果企业，以及其他众多实体，同时也作为一家强有力的类似共同基金的公司进行运作，在宝洁和沃尔玛之类传统的巨型公司中拥有少数股权。伯克希尔－哈撒韦公司持有股票，无论是少数股权，还是多数股权，通常都恪守巴菲特的投资箴言：所投资的公司得有“护城河环绕周围”。这意味着，像伯灵顿北方圣太菲铁路公司一样，其所投资的公司均拥有三大优势：竞争对手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不便突破的强大特许经营权，提高产品和服务价格的能力，以及能够创造稳定的股东财富的营运收入。

巴菲特还有一点与格雷厄姆不同，他愿意偶尔冒险一试去投资有问题的公司，这种公司风险很大，或许让所有价值投资者都寻求的兑现离场没有实现的可能。我们来看看美国政府雇员保险公司（Geico），这家公司被格雷厄姆和巴菲特在不同时期控过股。格雷厄姆实际插手运营的公司为数寥寥，美国政府雇员保险公司是其中之一。1948 年，该公司大股东和格雷厄姆接洽时，公司经营状况良好，不过市场估值低于账面价值。股价疲弱是股市对该公司认识错误的结果，并非公司商业模式或管理层的错。股市参与者不理解该公司的战略，不理解何以避开保险经纪人，使用直销的方式，向军人家庭销售低成本的汽车保险。在此之前，保险产品一直是由大街上保险公司营业部的推销员销售的。

格雷厄姆看到该公司是一个大有希望的便宜货，便予以收购，进入董事会，深深地介入公司的内部经营管理。这家保险公司进而兴旺起来。但之后出了问题。过了将近 30 年，在 20 世纪 70 年代通胀破坏力极强的时候，规模已大得多的美国政府雇员保险公司，由于对客户索赔管理不善以及出现产品定价问题，在破产的边缘摇摇欲坠。

这时格雷厄姆已卖出其所持该公司的大部分股份，离开该公司的董事会，其原因在于，对欠缺他所珍视的“安全边际”公司，他从来没有胃口要去持有。时至 20 世纪 70 年代，美国政府雇员保险公司已变得非常不安全。倘若当初在 1948 年，美国政府雇员保险公司的状况就如此糟糕，格雷厄姆定然会心有不安、避而远之。巴菲特不同。看到这样的廉价货，虽然别人在其中只见到灾难，他却于 1975 年收购了该公司的控股权，安置了新的管理层，最终扭转危局，使公司业务好转起来。他解释说，美国政府雇员保险公司只是患了“身体局部上可以切除的癌瘤”。

巴菲特有时更愿意相信自己的胆魄，偶尔甚至有过于相信的时候。这一点也与格雷厄姆形成对照。最近几年，巴菲特四处寻觅，注意到爱尔兰经济正在迅猛发展，需要银行贷款；又发现华尔街神秘难解的金融产品爆发式增长，刺激了对信用评级的需求；此外，他还看到油价螺旋式上涨，一次又一次创下历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史新高。于是，他出手买入股票，投资了两家爱尔兰银行、参与金融产品评级的穆迪公司和石油巨头康菲公司。

巴菲特的这些投资举措，让他在2008年付出了惨重代价。金融危机重创了爱尔兰经济，使奇异的金融产品蒸发了价值，石油价格也倏然间应声暴跌。我们回顾巴菲特2009年致伯克希尔-哈撒韦公司股东的信，会看到他承认自己铸成了大错，在油价位处巅峰时买入石油类股票尤为愚蠢。“悲观态度是友，欣喜异常是敌。”他曾在给股东的一封信中这样写道。

有一点将价值型投资者和成长型投资者区分开来，那就是耐性。价值型投资者说，他们会等着一只好股票好转起来，其中有些人甚至在股票表现好起来之后继续持有，期待股票进一步上涨。巴菲特与极端理性的格雷厄姆不同，对于持有的一些股票，几乎会生出一种不可动摇的迷恋。巴菲特有一个很知名的说法，声称股票的适当持有期限是“永远”。而格雷厄姆常常在股票上涨之后，便获利了结。有一次，一只股票涨了50%，他建议客户卖出股票。

说句公道话，关于股票“永远”持有的说法，巴菲特也并非做得那么纯粹。他也不时地从投资组合中剔除表现不好的股票。之所以卖出股票，是因为他发现自己出了差错。他曾经认为买入美国航空公司的股票是一个不错的想法，在买入过程中，他却将自己的一个核心投资理念抛诸脑后。这家航空公司几乎没有什么“护城河”。航空旅行业竞争非常残酷、激烈。20世纪90年代中期，由于厌倦美国航空公司经营亏损、打价格战，加上其他不利因素，巴菲特便清空了手中持有的这只股票。

在长期持有过程中，巴菲特与之“婚恋”的很多股票价格都翻了几番，比如可口可乐（1988年首次购买）、富国银行（1990年首次购买）、《华盛顿邮报》（1973年首次购买）。可口可乐是软饮料制造业的领军公司，富国银行在经济扩张发展的加利福尼亚州是最好的银行，《华盛顿邮报》在华盛顿的发行量也是位居前列。这些公司后来遭遇过难挨的时光，巴菲特都坚持不放弃。

毫无疑问，巴菲特拥有的一些优势，是其他投资者或基金管理人少有的。他不必担忧要为孩子缴付大学费用，也不必担心付钱住养老院。他牢牢地掌控着伯克希尔-哈撒韦公司，拥有巨额财富，又声名显赫，这些都让他有了其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人没有的灵活性。现今市场波动频繁，人们常如热锅上的蚂蚁坐立不安。果真有伯克希尔－哈撒韦公司的股东向巴菲特抱怨，说某项投资表现很差，巴菲特也能轻易地不予理睬。

1998年1月，巴菲特买入1.3亿盎司[⊖]白银，平均成本为每盎司5.88美元。2006年4月，巴菲特卖出这些藏品，售价是原价的两倍多一点，投资年化收益率为13.6%。这项投资历时八年有余，结果不坏。但在他持有白银的最初五年里，白银价格却持续告跌。有一段时间，白银价格下跌了18%。他持有的这些头寸，直到2003年才转亏为盈。对此，金融咨询师拉斯洛·比利伊曾说："如果是我，如果是多数基金经理，持有一个头寸长达五年，又亏得那么惨，客户是不会很容忍的。"

巴菲特通常会恪守自己的核心投资信条。其中之一便是，持有的一项投资应该是可以了解的。所以巴菲特2002年一度非常失望担忧，因为他得知伯克希尔－哈撒韦公司的一项资产，即1998年收购的通用再保险公司（General Re），持有大量乱七八糟的金融衍生品，这些复杂的金融工具，其价值与其他债券之类的东西的价值捆绑在一起。衍生品在防范一般金融风险方面表现良好，但在发生系统性大崩盘时，则无能为力，2008年的大崩盘最终便引发了此后的大衰退。巴菲特使用衍生品颇为斟酌，目的是对冲，而不是投机。对冲基金却常常像使用赌博的筹码一样，利用衍生品。

巴菲特逼迫通用再保险公司在五年的时间里，逐渐解除衍生品合约。如此一来，当2008年整个世界陷入金融恐慌、很多衍生品被摧毁之时，通用再保险公司倒是状况相对良好。巴菲特在2009年致股东的信中，提及衍生品互相关联的危险特性，指出其风险在于，合约的对家会危及自己的头寸，"这不只是你在跟谁同床共眠，也是他们和谁睡在一起的问题"。

同样的道理，巴菲特由于不了解科技公司所经营的业务，通常会对科技股避而远之。乍一看，巴菲特对网络股持怀疑态度，这非常明智，因为20世纪90年代，网络股价格飞涨，然后又轰然崩盘。很多网络股建立在梦幻之上，

⊖ 1盎司=28.3495克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并非以严酷的经营现实为基础。格雷厄姆也对技术类股票心怀疑虑，但这类股票开始上涨后，一直持续到它生命终止。20 世纪 60 年代末，他发表意见说，IBM 公司的成功，必然会激励众多前景并不被看好的其他科技公司诞生。

在巴菲特和格雷厄姆看来，科技股的罪大恶极之处，在于其往往是成长导向型公司。换言之，它们的营业收入（或至少是预期营业收入）在迅速扩大，股票估值也在迅速膨胀。价值型投资者既然想买入便宜的股票，投资科技股便属于异数。衡量股票便宜与否的市盈率（股价除以过去四个季度每股盈利）若高高在上，则是给信守价值型投资的人戴上了不光彩的徽章。

但是，巴菲特基本上拒绝考虑科技股，可能也是一种短视，表明价值投资信条也有不足之处。很有意思的是，微软于 1986 年上市，市盈率始终很高。直到 2000 ~ 2002 年科技股崩盘，这家软件制造商的股价始终呈几何级数上涨。早期投资微软股票的人都变得非常富有，即便在新世纪其价格有所缩水之后，亦是如此。倘若巴菲特当初重仓持有微软股票，他现在会更加富有。

巴菲特与微软公司的创始人且同样身为亿万富翁的比尔·盖茨是朋友，在《福布斯》杂志公布的全球首富排行榜上，他俩经常轮流名列第一。除了身价巨富和热衷于打桥牌之外，他俩还有一个相同的出身背景：年少时，都很聪明，却又笨手笨脚。他们两位有时会结伴现身于公共论坛，探讨当今的热点话题。

巴菲特将一部分财富捐献给盖茨主持的慈善基金会，但从未大量投资微软股票。为了表示礼貌，巴菲特持有了微软公司的一点点股票。价值型投资者通常并不光顾这样的股票。



与格雷厄姆一样，巴菲特幼年时，也是让人生厌、痴迷数字的。他们两人相貌都不出众，但头脑灵光，又有干劲，便得到了补偿。

巴菲特的父亲霍华德是一名证券经纪人。因为常在父亲位于奥马哈的办公室里厮混，年幼的巴菲特迷上了股票，渐渐习惯于为股票波动制作图表。20 世纪 40 年代，父亲还是非常保守的共和党国会议员。巴菲特从父亲身上学到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了独立自主的价值观。父亲坚定地反对劳工组织和罗斯福新政——这在罗斯福时代是不受欢迎的政治姿态。有一次，巴菲特和父亲一起参加棒球赛，观众对父亲大喝倒彩，父亲却显出若无其事的样子，看到这一幕，巴菲特大为惊奇。这个男人既然主张增进民众“自由”，那群乌合之众怎么想，就让它见鬼去吧。

年轻的巴菲特在宾夕法尼亚大学待了两三年，觉得学不到多少东西，便返回家乡，在内布拉斯加大学完成了学业。因为读了《聪明的投资者》一书，并且听闻格雷厄姆的课堂教学非常精彩，巴菲特又到哥伦比亚大学读硕士。格雷厄姆班上共有 20 名学生，很多同学年龄比巴菲特大得多，有些还在华尔街工作。即便如此，巴菲特很快就成为班内的明星学生。他经常举手发言。学生巴菲特和教授格雷厄姆之间的讨论主宰了课堂，少有其他学生参与。格雷厄姆给巴菲特的成绩是 A +，据说这是格雷厄姆仅有的一次给学生如此高的成绩。

巴菲特深入地汲取了格雷厄姆的智识，甚至还购买过格雷厄姆 - 纽曼公司持有的一些股票。他懂得不能随波逐流，跟从股市中的芸芸众生。他懂得，在格雷厄姆看来，股市并非一台让股票精确定价的“称重机”，而是一架“投票机”，很多人以逻辑思考为基础，又出于情绪情感的原因，正式表达自己的意见。他懂得，在格雷厄姆描述为“烟屁股”的便宜股票当中，可以找到极好的投资机会。他懂得股票具有“内在价值”，这是股票的真正价值，并非股市参与者有时因愚昧不解而给出的评估结果。

1951 年，巴菲特硕士一毕业，自然就请求格雷厄姆给他一份工作。但是，他的这位导师因为生来是犹太人，便拒绝了他。罗杰·洛温斯坦撰写了《巴菲特传：一个美国资本家的成长》，在这部极其精彩的传记中写道：“在那个时代，犹太人被摒弃于非犹太人开设的公司之外，格雷厄姆更愿意把自己公司的职位留给犹太人。巴菲特不是犹太后裔，他从未想过要在华尔街其他人的手下工作。”于是，他返回奥马哈，在他父亲的经纪公司开始起步。年轻的巴菲特对此并不满意，因为他专门从事证券研究，却发现很多客户对他的工作不领情、不赏识。

巴菲特通过信件往来与格雷厄姆保持联系，最后这位从前的老师终于提出给巴菲特一份工作。巴菲特带着新婚妻子回到纽约，在纽约郊区租了一处减价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出租的公寓房，其实这时他已有能力住进更豪华些的出租房。

在格雷厄姆-纽曼公司，巴菲特学到了更多东西。不过，一段时间之后，面对格雷厄姆谨小慎微的管理方法，巴菲特变得很不耐烦，非常恼火。洛温斯坦在巴菲特的传记中就有过描述，说巴菲特和格雷厄姆因为巴菲特走访上市公司，争得不可开交。此外，巴菲特还认为，格雷厄姆在应该把更多的现金投出去的时候，却抱持太多的现金不放手。

斗转星移，时序将届1956年，格雷厄姆厌倦了华尔街的投资生涯，便让公司关门歇业，移居加利福尼亚州做教书先生去了。巴菲特也被纽约的生活节奏弄得疲惫不堪，不愿恋栈，便决定再次返回家乡。这时，他的手头已积累了颇为可观的钞票，有资本独自开门立业了。从此，他再也没有在自己的生身父亲手下工作，也没有为给予自己智识的如父恩师格雷厄姆效劳。

在自己开办的新公司里，巴菲特开始引起人们的称奇和激赏，因为他购买的一些价值股接下来有了很好的表现。投资美国运通就是这样一个例子。这家公司先前已卷入一桩丑闻，它的一家子公司储存色拉油，用色拉油做抵押获得了贷款。实际上，在这家子公司的储油罐里，色拉油的存储量极少。随后，有关人员以欺诈的罪名遭到拘捕，这家子公司也申请了破产。美国运通作为母公司，股价一头栽了下来。

巴菲特看到了机会。他去商店购物，在饭馆就餐，都观察到人们在大量使用美国运通的赊购签账卡。1964年，他买进很多美国运通的股票。直到今日，股票还握在手中。多年来，这只股票起起伏伏，对巴菲特而言，却始终是赚钱的股票。

在此过程中，巴菲特收购了一家经营遭遇困难的纺织公司，这家名叫伯克希尔-哈撒韦的公司位于新英格兰地区。公司的股价便宜得撩人心扉，但公司身处一个正在消亡的行业。巴菲特并不在乎该公司没有“护城河”，因为他对纺织业本来就没有什么兴趣。他是把伯克希尔-哈撒韦公司当做工具来利用，以便进入更有前途的领域，比如保险业。他关掉了伯克希尔-哈撒韦公司耗费资本又难有好转希望的纺织厂。对于他的莽撞无畏，格雷厄姆很可能惊愕不已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆－纽曼公司也是一家上市公司，所以人们很想知道，格雷厄姆为人节俭，对伯克希尔－哈撒韦公司的超高股价，会作何感想。伯克希尔－哈撒韦公司A股现在每股已超过了10万美元；让人买得起的B股也是每股3 000美元以上，只是在巴菲特收购伯灵顿北方圣太菲铁路公司之后，才分拆开来，价格要低得多，在100美元以下（收购伯灵顿北方圣太菲铁路公司的部分收购款，以伯克希尔－哈撒韦公司的股票支付，因此伯克希尔－哈撒韦公司的股票需要切分成更小更便宜的单位）。格雷厄姆－纽曼公司的股价在1949年达到每股30美元，按现在的美元价值计算，约相当于260美元。虽不便宜，但并非高不可攀。

另外，格雷厄姆的公司会给股东分配红利，巴菲特却从来不这样做，他更愿意把现金囤下来，好让自己在需要现金部署投资时能够如愿。伯克希尔－哈撒韦公司股票的市盈率现在是16倍左右，与市场整体的市盈率相仿。听上去，人们都买得起，但看一看市价达六位数的A股，就让人不以为然了。价值投资者或许喜爱巴菲特，可是如果他们要持有昂贵又不分红的股票，就不免有些讽刺的意味了。



在公众场合，巴菲特是一副朴实无华的美国中西部人形象，这对投资者有一种不言而喻的意义：一般人也能立下志愿，成为像他那样的投资大家。这就是一位平易谦和、不炫耀不招摇的哥们儿，可能就住在你的隔壁。在快餐店、在大卖场，你可能会和他迎面相遇。他开的车不俗艳，住的地方不是宫殿。他的房子不求引人注目，只是位处一个宜人但不豪华的社区。像众多美国人一样，他不妨也可以减掉几磅㊀体重，他有一个缺点，就是爱吃垃圾食品，如冰激凌、樱桃味可乐和奶酪汉堡包之类。

这种朴素谦逊的公众形象，遮盖了爱出风头的个性，实际上巴菲特和他的导师格雷厄姆一样，都喜欢成为公众关注的中心。伯克希尔－哈撒韦公司的股

㊀ 1磅＝0.453 592 37千克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东大会是一场声势浩大的聚会，主要目的就在于向巴菲特表达崇敬之情。时不时地，他会在CNBC卫星电视新闻台抛头露面，总是受到敬重和遵从的礼遇。无论他做什么、说什么，都会成为新闻。他收购伯灵顿北方圣太非铁路公司，全世界的报纸都在头版显著位置予以大幅报道。亨利·克拉维斯是私募股权投资界的王者，倘若他收购了这家铁路公司，新闻报道也不会有如此盛况。巴菲特支持贝拉克·奥巴马竞选总统，吸引了大量眼球，而当他抱怨奥巴马政府议事日程过于雄心勃勃时，同样又获得了广泛的注意。巴菲特出现在公众场合，有着政治大师的镇定和热情——他年轻的时候，倒是怯于在人前露脸，怕得像戴尔·卡内基那样逃之夭夭。

巴菲特树立了易于亲近的被奉若神明的形象。听他谈话，读他的理念，会得到这样一种印象：投资是一件运用常识的事情。显然，也需要付出努力。但他有一份特别的天赋，就是向人们展示，每个人都能做投资。或许，并非每个人都能成为亿万富豪，然而每个人都能赚到钱。



价值投资不是投资获得成功的必由之路。这种投资方式不过恰巧是格雷厄姆和巴菲特所采取的途径。喜好成长型股票的投资者要回答的问题是：这只股票的价格将会保持快速上涨吗？钟情价值型股票的投资者要回答的问题是：这是一只市场认识不足的便宜股票吗？同时，它的品质好得足以在将来某一天让价格实现腾飞吗？成长型投资是一场短跑，价值型投资则是一场马拉松。人们认为股价反映未来的赢利情况。对于价值型投资，关键在于探测出具有耐力的股票。为了做到这一点，有一些数学方法可以评估赢利潜力。

从根本上说，这些数学方法有一个共同的源头，那就是格雷厄姆为找到股票的“内在价值”（即真正价值）而设计的一个公式。或许某只股票的市价现在是每股20美元，股票之所以受挫到这个价位，是因为其所处的行业已不再时髦，或者由于暂时的问题，其盈利出现下滑。使用格雷厄姆的经典公式，你可能会发现这只股票的真正价值是每股50美元。所以，如果你现在买入这只“烟屁股”，你就捡到了便宜货，可以耐心地袖手静等，直到市场认识到这只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的真正价值。这样说是假定市场总会但更是在一瞬间认清真相。

格雷厄姆计算股票内在价值的公式如下：

$$E(2R+8.5)\times 4.4/Y$$

式中，E 表示股票的每股盈利，R 表示盈利增长率的预测值，Y 表示高品质公司债券的平均利率。至于式中的数字，8.5 是盈利无增长公司的市盈率，可以说是一个底线市盈率，4.4 是格雷厄姆所处时代的债券收益率（也就是债券利息占债券价格的比例）。现在的股市策略分析师已很少有人使用这一公式，它主要是为适用大萧条时期及其后一段时间而确定的，那时满目皆是便宜的股票。要知道，股市直至 20 世纪 50 年代初，才从 1929 年的大崩盘中完全恢复元气，离格雷厄姆放弃专业投资有数年之遥。如今，美国政府债券成了最常使用的基准，因为这些类型的债券看起来没有违约风险。再者，4.4 这个数字也许并不能充分体现现在的利率水平。高品质公司债券和美国政府债券的收益率通常都高于这个数字，尽管由于金融危机的冲击，投资者为寻求安全，一窝蜂似地争购美国政府债券，导致其收益率一度跌至 3% 以下。

各种各样思考股市的人，为找到 21 世纪股票的内在价值，设计了新的计算公式。其中流传最广的是所谓的 PEG 指标，该指标是用公司当前的市盈率除以公司盈利增长率。计算时，有些人使用公司过去的盈利增长率，这存在一个风险，可能会让人以为公司最好的日子还在后头。很多人使用盈利增长率的预测值，这又要保证（“保证”一词或许用错了地方）未来是可以预知的。不管怎样，若一只股票的 PEG 指标低于 1.0，便被视为便宜股。越是高于这一数字，股票越是昂贵。可叹的是，PEG 指标从来没有解决公司品质的问题。

乔尔·格林布拉特（Joel Greenblatt）是纽约一家对冲基金 Gotham 资本公司的执行合伙人，他试图解决这一问题。他做投资选择时，由其称为“神奇公式”的东西做指南。他在自己撰写的《赢得市场手册》（*The Little Book that Beasts the Market*）一书中，大致描述了这种选股方法。他说要挑选出最有前途的价值型股票，最佳办法就是专注于盈利收益率和资本收益率——这是他衡量股票是否便宜、品质是否优良的标准。

盈利收益率就是市盈率的倒数，可以衡量一家公司相对于其股票价格，创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造了多少盈利。如果盈利收益率高，便可能说明这家企业能创造出不错的利润，而其股票却在以便宜的价格进行交易。资本收益率衡量一家公司的工厂或商店或其他任何有形资产，能创造出多少盈利。格林布拉特喜欢的股票，必须在这两方面同时获得高分。他使用这两个衡量指标，将美国可交易的3 500只股票进行两份不同的排名，然后，把两份排名放在一起，找出总分表现最好的一些股票。格林布拉特声称，这种选股方法让他获得了非常出众的投资记录。2009年年底，他使用这一投资策略，在网上开通了资金管理服务。

关于这些公式，最重要的是，一般人利用它们，便能探明股票的内在价值。这是非常简单的数学应用。当然，也要考虑其他一些因素。格雷厄姆想要投资的股票，其市盈率是以往五年中最高市盈率的0.4倍，这意味着股票处在价格下降之中。他在寻找负债低的公司时，坚持要求其负债小于有形资产的账面价值，这一账面价值便是将公司所有资产清盘之后可以获得的数额。投资时考虑这些因素，现在仍然很有道理。说到底，格雷厄姆的很多理念直到今天仍能给我们以教诲。



但是，格雷厄姆也有一些衡量投资优劣的标准表现不好，或许可以说完全错误，让人无法接受。他很重视股利，这种投资理念在今天会被有些人视为过时陈旧。科技公司以及其他成长型公司，通常不屑于向投资者支付股利，理由是将所有现金留存下来，以扩展和提升经营，成长型企业的需要才能得到最好的满足。格雷厄姆喜欢的股利收益率（股利除以股价），是高等级公司债券收益率的2/3。在他看来，股利收益率高于这一数值，风险便会太大，因为这样的公司为了付出高额股利，会疲于应付，最终不免要削减股利，从而伤及股价。或者可以说，股利很高可能是一个信号，说明股价由于某种原因而太过低廉——市场会做出正确的猜测，认识到股票非常糟糕。

巴菲特一直以来不那么大声抱怨股利，不过在伯克希尔－哈撒韦公司持有的股票中，也仅有屈指可数的几只股票不支付股利。现在很多迷恋价值型投资的人仍然对股利很热心，而缺乏闪光点又忠实拥护股利分配的可靠的公司往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会支付股利。一般而言，习惯给予股利的行业，如公用事业和消费者日常消费品生产行业，其股票价格要低于标普 500 大型股市指数中的成分股。

在特别重视股利的投资者与价值型投资者之间，有着相当大的交叉重叠。基金管理人大卫·德雷曼（David Dreman）是价值投资界的知名人物，他想投资的股票必须股利实在且不断增长，也就是说，公司必须年复一年，以惯有的步调不断增加股利支付。按照他的计算，稳定提升股利的公司，长期下来，在股价方面都有良好的表现。

毕竟，这些公司往往是蓝筹企业，资产负债表非常强健，让投资者感到舒适满足。它们的关键优势在于，向投资者支付股利，为的是让投资者拥有它们。标准普尔公司有一张列表，称为红利贵族一览表，上面列示的公司已连续 25 年不断提升股利。这张金边列表上的公司，长期以来，股价表现优于很多其他公司。

德雷曼在其撰写的《反向投资策略：下一代》（*Contrarian Investment Strategies: The Next Generation*）一书中指出，在熊市期间，支付股利的股票，较之不支付股利的股票，在下跌市道中抗跌性会更强。2008 年，标普 500 指数中支付股利的成分股受到重创，平均下跌了 39%。但与此同时，不支付股利的股票跌势更惨，下跌了 45%。究其原因，是这些股票没有股利所提供的缓冲。

据内德－戴维斯研究公司估算，自 1972 年以来，提升或开始支付股利的公司，平均每年给投资者带来了 9.5% 的收益率。对于削减或终止股利支付的公司，投资者往往不会客气。公司若有这两种举措，会被视为承认公司内部出了问题。自 1972 年以来，这样的公司其股价平均每年下跌 1.8%。从不支付股利的公司，股价平均每年仅上涨 1.2%。标准普尔公司的数据显示，在过去 30 年的 19 年中，支付股利的股票表现优于不支付股利的股票。

不支付股利的股票，在科技股发行深受欢迎的时期表现最优，比如 20 世纪 90 年代末——因为科技股少有支付股利者。当熊市中出现迅速反弹时，不支付股利的股票也会表现突出，因为此时松了一口气的投资者，对风险更大的股票再度燃起热情。2009 年的很多时候便是如此，不支付股利的股票跑在前头，上涨了 56%，亚马逊网站、星巴克和 Tenet Healthcare 之类的股票，涨幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过一倍。不支付股利的股票表现更好的最近一年是2003年，当时股市正从科技股崩盘中迅速反弹。

关于股利，问题在于近来发放股利的公司越来越少。在此次大衰退中，很多原先支付股利的公司要么完全终止发放股利，要么大幅削减股利。2008年年底和2009年年初，金融股普遍削减股利，而它们一度曾是股利非常丰厚的一族。由于一些大银行在崩溃的边缘摇摇欲坠，削减股利以增强不断削弱的资本实力，也是明智的做法。2007年，美洲银行全年每股支付2.4美元股利，投资者的股利收益率超过5%。后来这一数字被砍至每股4美分。与此同时，美洲银行的股价由每股44美元，跌至2009年3月的每股3美元，现在虽已再度上涨，但2011年年初仅涨回至每股大约14美元。目前其股利收益率，只是为数极小的0.3%。

大衰退到来之后，企业界盛行削减成本之风，很多公司因此开始留存现金，不愿与投资者分享。铝业巨头美国铝业公司，平常握有11亿美元的现金和现金等价物，2009年年初却将股利缩水82%。该公司连续亏损，存下的现金有助于扭亏为盈。

鉴于对以上情况的分析，德雷曼推断说，如果市场利率上升，那么与债券相比，股利收益率高的股票便是更加优越的投资去向。利率上升是债券价格的灾星，利率每上行1个百分点，30年期债券便会跌价12%。

比较而言，利率上调对股票的影响可能更小。债券价格下跌，对于股票，尤其是提高股利支付的股票，经常是一个福音。“随着时间的推移，股利支付会增加，”德雷曼在书中写道，“债券利息的支付却不会。”



大卫·德雷曼是一个态度谦和的人，他经营的德雷曼价值管理公司位于绰号为“西华尔街”的泽西市，这里聚集着很多金融公司，坐地铁穿过哈德逊河，就是著名的曼哈顿下城。但是德雷曼钟爱价值型投资，热衷于维护价值投资理念。2000年年初，随着科技股疯狂飙升，接近泡沫顶点，后来在CNBC扬名立万的吉姆·克莱默，在数字金融传媒TheStreet.com公司投资者网站上，撰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文说德雷曼是那种墨守成规的人，不愿追逐当下热门股票。德雷曼马上予以反击，在自己主持的《福布斯》杂志一个专栏里发文说："在网络股风行的市道中，偏爱网络股的短线交易者能够赚到的钱，但也只能是一时得意。"笔者担任这个专栏的编辑，看到德雷曼在这个话题上如此争强好辩，感到非常惊讶。他带着不常有的恼怒之情告诉我："克莱默空话连篇，只会夸夸其谈。"

德雷曼有着传教士般的宣讲热情，坚持认为价值型投资优于成长型投资。他利用标准普尔公司 Compustat 数据库中 1 500 只股票这一庞大股票群，举出一些数字来证明这一点。果然，他发现，1970～2008 年（这段时期出现过经济滞胀、两次股票大牛市、两次骇人的股市崩盘）价值型股票战胜了成长型股票。无论股票规模多大，结果都一样。在市值 100 亿美元以上的股票当中，价值型股票的价格年化增长率为 12.3%，而成长型股票的价格年化增长率勉强达到 6.7%。在市值 2.5 亿～10 亿美元的小型股票之中，情况大致相同——价值型股票的价格年化增长率为 17.4%，成长型股票价格的相应数据则仅为 10.5%。

这些数字来自一个价值型投资的坚定捍卫者，难道没有一点点可疑吗？可是，事实表明，若使用其他数据进行分析，德雷曼也是对的。罗素投资公司对于这种争辩有着公允的数据，它为价值型股票和成长型股票编制了两个指数，包含的股票甚至超过了德雷曼分析所用的股票，每个指数含有 3 000 只股票。分析这些数据得到的结果虽然不那么鲜明，但的确显示在一定的时间内，价值型股票占了上风。例如，在时至 2009 年年末的 10 年当中，罗素 3000 价值型股票指数年化增长率为 2.97%，而罗素 3000 成长型股票指数的年化增长率是 -2.28%。尽管成长型股票的盈利超人一等，但结果同样如此。成长型股票指数的盈利增长率为 16%，价值型股票指数的盈利增长率仅为 3%。然而，这些数字表明成长型股票的价值有时可能会被高估。成长型股票的价格与账面价值的比率（计算这个比率常常是衡量估值的最佳方式，因为盈利更加变动不居，或易受人为操纵）是价值型股票的两倍。

德雷曼之所以称自己的投资风格为反向操作，是因为他买入的常常是失宠的股票。他认为，价值型股票在价格表现上胜人一筹，原因是市场清醒过来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识到这些便宜货的真正价值时，会对它们倾注喜爱之情。可是，你若投资成长型股票，就要求你付出很高的价钱，而这种股票可能很快便消失得无影无踪。20世纪90年代科技股风头正劲时，就是一个极好的例证。当时，网上宠物食品公司（Pets. com）看上去确实是一个非常好的企业，使顾客得以网上订购狗粮，但后来这只热得烫手的股票烧完自灭，灰烬袅袅升腾，直至消逝无痕。“有时，对于激进的成长型股票，再高的价格看起来也不算太高，”德雷曼在其书中写道，“投资者一再花高价去买这些股票，可是同样又会一再受到灼伤。”他劝告投资者，要去买“鳏寡孤独者传统上会选择的蓝筹股”。

德雷曼宣称，股票的表现总会实现“均值回归”。也就是说，市场若飙高至异乎寻常的高度，最终总会跌落，恢复惯常应有的行动模式。标普500指数长期以来的市盈率为16倍。网络股风靡一时之际，这个数字升至30多。泡沫一旦破裂，市盈率又跌回通常的水平。“当个股或市场的收益率偏离过去的正常水平时，不要受其近期收益率的引诱，”德雷曼写道，“如果收益率特别高或特别低，这很可能都是不正常的。”



巴菲特的投资作为已告诉我们，要做出最好的价值型投资，如今的关注面已超出财务报表的范围。也就是说，要特别注意是谁在掌管公司，要深入探究公司的战略（而其优点可能尚未显现），要发现谁正赶上了刚刚露头的行业趋势。

公司首席执行官的管理能力，再没有比实现公司业务好转时，显得更为重要了，因为公司陷入艰难处境，需要修理整顿。市场已对公司股票不抱希望，将公司视为旧闻而弃之不顾。对于价值型资金管理人，关键是要发现在困境中挣扎但基本业务健康的公司，是公司的执行力和战略出了问题，并非每个人都有能力、有胆识去纠正问题。要确定指挥扭转公司大局的合适人选，并非轻而易举的事情。

罗伊德·康纳（Lloyd Khaner），就是这种特别关注公司掌舵人的价值型投资者。他管理的对冲基金康纳资本自1991年创建以来，业绩一直非常突出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的关注正是成功的一大原因——该基金并没有大量负债，而大量负债是众多对冲基金的一个标志。2008 年，对于每个人几乎都是难熬的一年，标普 500 指数差不多下跌了 40%，康纳却成功地将康纳资本的亏损率控制在 14%。他通常寻找的公司，其债务负担要处在可控范围内，要有很好的现金流。他会避开正趋消亡的行业内的公司。但谁在掌管公司，才是问题的真正关键所在。按照他的说法，“决策至关重要。若没有合适的人去使用，购置新电脑、新机器，采用新的业务模式，都毫无价值”。

康纳投资金宝汤公司就是这样一个例子。金宝汤公司创立于 19 世纪末，在食品生产领域，曾长期是一家行动迟缓的行业公司。该公司连续 10 年没有核心产品，却每年例行公事，将产品售价提高 10%。然后，金宝汤公司引进一位新的首席执行官，名叫道格·科南特，此人原是纳贝斯克公司的负责人，他决心为公司来一场治理整顿。康纳由于知晓科南特的名望，便对金宝汤公司深感兴趣。科南特这种人每天会写数十封简短的感谢信，给公司雇员、供应商和客户。他牢牢地把握了领导力的概念，这个概念虽然简单，却常常为人忽视——其核心经常就是让人跟随你一起行动的问题。

康纳看出科南特身上有些宝贵的东西，可用于金宝汤公司的经营管理。金宝汤公司的品牌此时仍是人们崇拜的对象，且使用广泛——典型的美国家庭经常会在食品储藏室里，摆进几罐金宝汤公司的汤料。如何让公司活跃起来呢？科南特赶走了 300 位公司高级经理，卖掉一些非核心产品，如歌帝梵巧克力。最重要的是，他加速提升公司士气，告诉员工公司状态低迷并非他们的错，并着手请他们帮忙，发现和实施有助于公司经营的思想。公司迅速推出一批产品，特别强调产品的便利性。比如，公司启用了一种可用微波炉加热的汤料包装。科南特大为惊讶，微波炉早在 1948 年便已发明问世，美国家庭现已普遍使用，而金宝汤公司却没有跟上形势。于是，汤料销售额随即猛增。股票也跟着大幅上扬。康纳的投资收益也因此急剧增加。金宝汤公司的营业收入和盈利后来由于经济衰退出现下滑，股票亦随之下跌，直到 2009 年才得以收复失地。

对于真正的价值型投资者，弄清楚一家公司何时已找到良好的新战略并非易事，围绕这家公司的都是负面新闻时，更是如此。Hawkshaw 资本管理公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的吉安·盖兹，曾用心关注过一家便利店供应商，这家供应商名为 Core-Mark 控股公司，在美国西部市场占据统治地位。因此可以说，这家公司拥有巴菲特所谓的“护城河”。麻烦在于，Core-Mark 公司的主打产品是香烟，销售额正在下降。从历史数据看，烟草销售占便利店营业额的 1/3。股票价格反映了这一前景不妙的现实，且股票市盈率只有区区 6 倍。盖兹看到公司有一个聪明的计划，可以让公司跨过这道障碍。公司此时正有一个冒险的举措，要进入色拉、三明治和水果杯之类新鲜食品领域。鉴于这些食品的毛利在 15% ~25%，而香烟的毛利是 4%，这一新战略有望获得成功。有了新战略的强劲支撑，股票最终于 2009 年开始攀升。

接下来，我们要谈谈认清哪些公司正赶上了新趋势的问题。随着此次大衰退持续演进，消费者握紧皮夹不愿花钱消费，经验丰富的价值型投资经理查克·阿格拉（Chuck Akre）便琢磨出一些办法，用来投资与人们日常消费不那么密切的股票。2009 年年末，他说：“消费者被捆住了手脚，我现在小心得很。”做出明智的价值型投资，多年来帮助他很顺利地度过了一些艰难时光。2008 年，他管理的共同基金 FBR Focus 亏损率低于市场平均水平；21 世纪头十年，该基金赢得 11% 的年收益率，而同期标普 500 指数基本上是原地踏步。2009 年，他与 FBR Focus 基金分道扬镳，自己创立了一只基金，名叫 Akre Focus，运用相同的投资理念。

阿格拉问自己，在消费需求受到克制的时代，什么样的公司会表现不错？经过一番思考，他认为移动电话的使用将继续保持强劲势头，所以看好 American Tower 公司，这家公司拥有传输移动电话信号的基站。他很欣赏这家公司，因为它将一半的债务计入息税折摊前利润，而其竞争对手公司并不是如此。尽管广告业处于前景低迷的状态，他相信公告牌将会有更好的表现，因为人们更加难以无视其存在——公告牌沿路皆有，人们无法像让音像带快进，或快速翻书那样忽略公告牌。Lamar Advertising 广告公司在这一领域拥有巨大的影响力，正是阿格拉的选择。另外，在他的眼中，这家企业还有一个加分点，就是在数字公告牌方面大胆推进，使得其成为一家非常灵活的公司。虽然在这次经济衰退中盈利拖了后腿，但这家公司成功地做到了保持营收坚挺，预示着前景更加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光明。

此次金融危机出现之后，汽车销售大幅下滑，阿格拉认定销售汽车零部件的优质公司会生意红火。他的思路是：鉴于人们保有汽车的时间变得更长，汽车修理行业的规模会变得更大；人们对店面汽车修理和自助修理的需求会大幅增长。由于底特律三大汽车公司规模缩减，众多汽车经销商随之关门歇业，会有助于这种势头保持下去。阿格拉投资汽车零部件销售商 O'Reilly 公司，是做对了。他做出上述三项投资选择，都如自己期望的那样得到了良好回报。他的这一套投资办法行之有效。



令人遗憾的是，就整体而言，价值型投资长期经受了水平低于“标准杆”的表现，并且有些价值型个股，其表现犹如给投资者带来了灾难。至少可以说，科技股狂飙突进的20世纪90年代末和这次金融危机后的大衰退，对于某些金融类价值型股票非常不利。

当然，忠心耿耿的价值型投资者，试图平安度过这些艰难时期，同时坚守已存在多时的投资教条。格雷厄姆建议，投资者应该持有多达 30 只股票，以实现多样化投资带来的安全性。他认识到，在价值型投资组合中，哪怕投资组合是经过一丝不苟的研究后确定的，也并非所有的股票都能成为赢家。投资组合的目标应该是，平均而言，组合整体能够上涨，表现好的股票盈利能盖过表现低劣的股票亏损。此外，非常重要的是要有耐心，巴菲特经常捍卫这一点。对于想立等便能获得满足的人，价值型投资绝不是他们该涉足的领域。有些生性紧张的投资者，在 2002～2007 年的长期大牛市中买了价格昂贵的股票，又在 2009 年市场跌入最低谷时廉价地抛售了股票（这正是错误的高买低卖的做法），后来为此痛苦不堪。

然而，死守价值型投资信条，有时甚至会让最聪明的投资者落入“价值陷阱”。当一只股票市盈率很低，似乎表明其是一大便宜货时，便可能出现这种情况。有些股票理当估值很低。此次金融危机期间，巨型银行花旗集团在覆灭的边缘蹒跚而行。政府认为其“规模太大而不能倒闭”，于是给予巨大的资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

救助，才让其矫正了步伐。花旗集团的股价在2007年是每股35美元，在熊市最黯淡的时候，跌落至每股1美元。后来在2009年，随着金融股整体反弹，花旗集团的股价爬升至每股5美元。尽管如此，花旗集团仍然困难重重，烂污的资产熏臭了资产负债表，不得体的组织结构又耗费着管理层的时间和精力。

小约翰 W. 罗杰斯拥有一家基金公司，称为 Ariel Investments，这家公司的图腾是一只龟。罗杰斯喜欢引用列夫·托尔斯泰的一句名言："在一切武士当中，最强大的是这两位——时间和耐心。"他管理的旗舰 Ariel 基金，其股票周转率非常低，通常每年大约为20%，或者更低。罗杰斯对自己感兴趣的股票，会仔细算出其内在价值，而一旦买入，他又会带着近乎宗教般的热忱予以接纳。与最钟爱的股票长相厮守，已变成他个性中根深蒂固的一部分。

有些习惯性的行为，在罗杰斯的身上打下了深深的印记。根据劳伦·扬在《聪明钱》杂志上的描述，罗杰斯每天会吃同样的午餐食物（一个麦当劳汉堡、一些炸薯条和健怡可乐），穿一套炭灰色西装（他有一架子完全相同的西装）。他的前妻德西蕾放弃原有的工作后，在奥巴马政府部门谋得一个职位，劳伦·扬引述她的话说："宝贝儿，你得试着学会忍受他的那些习惯。"罗杰斯是金融界最杰出的非裔美国人之一，政治上长期支持同是芝加哥人的贝拉克·奥巴马，尽管现在还总是吃那样的食物，体形却保持得一如当年在普林斯顿大学棒球队打球时的健康匀称。他能做到这些，很大程度上归因于勤奋和持之以恒。

罗杰斯目前保持着连续10年令人艳羡的投资记录，他的投资收益率能轻松地胜过标普500指数。不过，2008年，他非常糟糕，Ariel 基金巨亏48%，表现远逊于市场。一个原因是，他坚定地持有报纸类股票。实际上，即便在大衰退袭来之前，报纸发行量已在下降，因为人们从互联网上获得资讯更加容易。报业公司的兼并收购代价高昂，并购债务的数额令人担忧，随着广告逃离报纸版面，这些债务更是难以偿还，因此这一领域的整合也没有带来帮助。2006年，罗杰斯在《福布斯》杂志的一篇专栏（此专栏由本书作者担任编辑）文章中说，既然谷歌之类的公司在地方资讯方面没有可以匹敌的能力，报业的天空慢慢地会晴朗起来。此外，他还指出，很多报纸已开始有了运营成功的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网站。

这种说法有漏洞，因为互联网对于哀鸿遍野的报业，已变成更可怕的竞争对手。数字媒体的固定成本低廉得多，因为数字媒体没有代价很高的用工合同，无须购买新闻纸，不用维持用于递送报纸的车队。此外，报纸网站不能收取纸质版面那样高的费用，因此也不是报业的救星。此时，报纸类股票跌势惨烈。表现最坏的是论坛报业集团，这家拥有大名鼎鼎的报纸，如《洛杉矶时报》和《芝加哥论坛报》，生性冒险的芝加哥金融家萨姆·兹尔（Sam Zell），此前已靠大举借债买下这家公司，对于扭转这家公司的大局却毫无头绪。论坛公司如同一辆歪歪斜斜疾驶的车，开进了破产法庭。

耐心，常常被人赞为价值型投资的一大优点，有时结果却表现为投资者的一大死敌。金融研究公司的数据显示，2009 年，投资大市值价值型股票的共同基金，其投资组合的周转率平均为 75%，投资成长型股票的共同基金是 112%。这些数据意味着，投资成长型股票的基金经理有了赚头，便会更急切地兑现，然后再去购入前景看好的热门股。价值型投资者则要小心谨慎得多，有时为了摆脱亏损股票，等待的时间过于长久。

投资者将耐心用错了对象，可能会遭受最沉重的伤害，比尔·米勒（Bill Miller）就遭遇了此种劫数。米勒是受人敬重的价值型投资大师，他在基金管理公司美盛集团（Legg Mason）监管投资，并管理该公司旗下备受夸赞的 Value Trust 基金。米勒与罗杰斯一样，投资组合的周转率通常也很低，大约为 20%。

在 2008 ~ 2009 年的熊市期间，米勒的遭遇可谓近乎悲剧。他主持的 Value Trust 基金于 1991 ~ 2005 年，每年都跑赢了标普 500 指数，这一业绩记录无人能及。他在投资生涯中渐渐地热衷于投资金融股，当金融股压力最大时，对之尤为偏爱。20 世纪 90 年代初，在储贷危机弥漫的氛围中，金融股陷入低潮——因此，米勒得以低价购入大量金融股。这类股票重新活跃的时候，米勒的投资组合收益率随之高高飞涨。2007 年，金融危机开始显现，他也在金融股中看到了一次建仓机会。尽管贝尔斯登公司旗下的两只对冲基金这年夏季已发生崩盘，他还是重仓购入贝尔斯登。金融股持续下滑，他也不断买入美林证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券、房地美、美联银行和华盛顿互惠银行的股票。结果，事实表明这都是一些该死的股票。即使2008年春季贝尔斯登覆灭之后，他在金融股中仍涉入得越来越深。

米勒的基金2007年小有亏损，此后在2008年，亏损令人痛心，高达55%。投资者争先恐后地逃离他的基金，基金资产严重缩水，从最高峰的200亿美元狂减至仅剩40亿美元。大公司和养老金之类的机构投资者，本是成熟的投资群体，却也无一例外地抽离资金。同为价值型基金管理人的罗杰斯回忆说："在我担任董事的董事会里，他们都说'摆脱比尔·米勒——现在就离开他'。"米勒安然度过了这次风暴，2009年，随着市场回升，投资者对幸存的金融股又有了胃口，米勒因而再次战胜市场。不过，他还是要面对股票经历一段长时间的爬升，才能挽回前段难挨的时光中遭受的损失。

就价值型基金管理人如德雷曼、罗杰斯和米勒而言，我们可以这样说：他们有勇气去做自己认为正确的事情。德雷曼管理一只名为DWS德雷曼高收益股票的基金（其母公司为德意志银行），投资成绩非常出色。他狂热地信赖房利美公司，即使该公司早些时候爆出会计丑闻，他也没有放弃它的股票。金融危机弥漫之时，政府接管这家抵押贷款公司，公司股票颓然跌落。德雷曼管理的基金在2008年亏损了48%，此后，德意志银行解除了他的基金经理职务，重新为基金命了名。

德雷曼后来解释这一问题时说："投资者对一些事件反应太过了。"当投资者反应过度时，价值型股票确实是让人恐惧的一类东西。

大师门下：沃特·史劳斯的投资故事

经验丰富的价值型投资者沃特·史劳斯（Walter Schloss），即便现在已届90多岁的耄耋之年，对投资生涯早期的经历仍是记忆犹新。他记得曾在本杰明·格雷厄姆的公司里工作，与一个名叫沃伦·巴菲特的大有前途的年轻人一起共事。史劳斯住在公园大道一处奢华的公寓里，可以在高空俯瞰曼哈顿的景致，他为私人客户管理资金，直到21世纪初才解甲收山。2001年，股市糟糕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

透顶，他说这一年自己管理的投资账户赢利 12%。

“有时，你可能会亏钱，像 2008 年那样的市道就会亏，”他露齿而笑地说，“但是，做一个乐观派，是有好处的。我父亲活到 103 岁，我要打败他。”

按照史劳斯的估算，在他离开格雷厄姆、自立门户做独立投资管理人的 50 年里，他平均每年斩获 16% 的收益，而标普 500 指数的收益率是 10%。2003 年，他解散了与儿子共同经营的公司，继续使用格雷厄姆的投资原则，管理自己庞大的投资组合。1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学发表过一次著名演讲，题目叫《格雷厄姆－多德村的超级投资者》，他在演讲中提及史劳斯，同时还说到红杉基金的威廉·鲁安（William Ruane），说他们是价值型投资的楷模，优秀的投资者应该效仿他们。

“本杰明·格雷厄姆改变了我的一生。”史劳斯这样说着，回想起年轻时，怎样在 20 世纪 30 年代偶然读到了《证券分析》一书。当时，史劳斯生活近乎赤贫，住在深受大萧条肆虐的布鲁克林区，在华尔街一家公司当一名薪资菲薄的跑腿勤杂工，在办公室里搬运买卖股票的指令和文件。那时格雷厄姆在纽约证券交易所开了一个投资学习班，教学内容与他在哥伦比亚大学执教的研究班大致相同，史劳斯在学习班上给这位了不起的人物留下了深刻的印象。第二次世界大战时期，史劳斯作为一名破译密码的士兵从军服役，此后便在格雷厄姆－纽曼公司谋到一份工作。

史劳斯现在不备电脑，靠每天看报、阅读价值线公司的投资分析报告，来跟踪市场行情。他仍然确保自己恪守格雷厄姆的投资原则。他要投资的股票，必须市价与账面价值的比率很低，而且债务负担很轻。此外，他也知道，价值型投资者走在投资之路上，沿途会有很多失望。他投资的一只股票，其公司是压缩机制造商，名叫 Tecumseh Products，已从 2008 年的每股 35 美元跌至 8 美元。关于这家公司，史劳斯可以一口气说出各种统计数据。他讲到这家公司的不利数据时，会痛苦厌恶地做个鬼脸。时至 2010 年年底，这只股票仅涨回到每股 12 美元。“这只股票让人遗憾。”他说。

在价值型投资者史劳斯看来，真正的考验是：“一只股票亏了一半，你又进场接着买。这不容易，人家会说你疯了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小　结

- 沃伦·巴菲特，作为本杰明·格雷厄姆现代投资哲学的继承者，更新了这位投资大师关于价值型投资的一些理念。除了深入关注公司的基本面数据之外，巴菲特还想了解公司的管理层，有时又会从宏观经济的层面进行投资分析，并且相信自己的胆魄，敢于投资看上去有问题的公司。
- 巴菲特恪守这样的核心信念：投资对象应该能让投资者理解、看得懂。正因为如此，他通常会避开科技股和金融衍生品。
- 格雷厄姆提出的“内在价值”概念，旨在力求发现股票的真实价值，现在已得到进一步完善。比如，价值型资金管理人乔尔·格林布拉特，将盈利收益率和资本收益率放在一起，综合考虑股票的价值。
- 支付股利的股票，是价值型投资者长久以来另一类最喜欢的投资对象，也曾有其自身的问题，但现在仍能赢得大卫·德雷曼之类热爱价值型股票人士的赞扬。研究结果现在仍然表明，长期看来，这类股票会跑赢不支付股利的股票。
- 根据很多研究分析，价值型股票长期内的表现优于成长型股票。一个原因是价值型股票拥有上涨的空间，且内在坚强，并非只是风行一时的热门股。
- 价值型股票亦有缺陷。它们在艰难的市道中也受过煎熬，比如在科技股大受追捧的时候，即是如此。此外，还可能存在“价值陷阱”这样的问题，便宜的股票只会变得更便宜，从而伤害到投资者。金融股本是拥护价值投资的一类股票，但在2008~2009年的熊市期间，金融股就出现过“价值陷阱”问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章

股票王道永存

股票表现最优吗

杰里米·西格尔（Jeremy Siegel），看上去完全是那种态度谦和的教授，他爱穿粗花呢服装，若遇到自以为是的傲慢学生在讨论课上大声支配讨论，他会文雅友善地告诉那个学生必须把事实弄清楚。西格尔举止不招摇，高高的前额，灰色的头发乱蓬蓬的，戴着眼镜，给人的印象更像是电影《万世师表》中的契普斯先生，而不像冒牌的先知那样跑出来欺骗芸芸众生，叫他们相信有什么危险的异端邪说，注定要给他们带来经济上的毁灭。

西格尔是一名经济学家，在宾夕法尼亚大学古老而优雅的院墙内，过着思想者的生活。他是一个会造成人群意见分歧的人物，2007～2009 年股市大崩盘之后，他的思想常常受到一些人的指摘。在金融圈，一旦有人提及他的名字，就会激起强烈反应，如同南希·佩罗西或格伦·贝克的名字被人提起时，在不同的政治家中引发激烈反应。西格尔是个有绅士风度的学者，他会激发人们的热情、愤慨，也让人不无羡慕。很多人敬重他，也有很多人批评他。

“杰里米·西格尔，错、错、错。”前著名网络股分析师亨利·布罗杰特，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他掌管的 Business Insider 网站上这样说道。“杰里米·西格尔有才华，让人振奋，但是大错特错。”丹佛投资管理协会的研究部主任维塔·卡茨尼尔森表示赞同。“杰里米·西格尔是个危险的怪人。”几年前，金融网站 passionsaving. com 如是说。

很多仰慕西格尔的人称他是“沃顿奇才”。他之所以让人们产生态度鲜明的反应，是因为他发出最大的声音，支持一个极其重要的理财哲学。多年来，他捍卫“股票一枝独秀”的投资信念，相信长期内持有股票，收益率会胜过投资任何其他东西。他的著作《股市长线法宝》[⊖]首次出版于 1994 年，有着巨大的影响力，此后又有更新，第 4 版 2008 年面世。这部可读性很强的著作被誉为金融经典，为无数大众投资理财构建了理论基础。在诋毁者的眼中，西格尔是个坏人，因为他不理会，或者往好里说，他轻视股票有着可能让人失望的真正危险，而且他长期如此。批评者声称，那些受西格尔瞒骗而集中持有股票的人，终将后悔做出这样的决定。

西格尔在宾夕法尼亚大学沃顿商学院，享有令人崇敬的罗素 E. 帕尔默金融学讲座教授的头衔，他考察美国的全部历史来支持自己的观点。根据他的解释，美国股票在两个世纪以来尽管起起伏伏，但在所有投资品中收益率最佳，而且很可能将来也是如此。西格尔的研究结论是，自 1802 年以来，排除通货膨胀的影响，股票平均每年大约上涨 7%。虽然《股市长线法宝》第 4 版问世后不久，便爆发了股市大灾难，但西格尔仍坚持自己的主张。在很多文章和辩论中（有些辩论上了电视），他始终坚持认为，把赌注压在股票上，会有足够的回报。股市自 2009 年低点以来的上涨，似乎证实了他的观点。

事实上，这次大衰退根源并不在股票市场，而 20 世纪 90 年代末的科技股泡沫策源地的确是股市。这场近乎是世界末日的大灾难，其成因在于疯狂的债务负担太过沉重，多数集中于房地产领域。只是股市骑上了房地产的泡沫，而当房地产的过度繁荣不再时，股市便遭到毁灭性打击。2007 年后期，股市开始进入恶性循环的下跌通道，就规模而言，其造成的伤害呈现出令人震惊的史

⊖ 《股市长线法宝》（第 4 版）已于 2009 年 1 月由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诗性。众多投资者的投资组合遭到重创，价值被削去一半，或者更惨。投资股票是对公司盈利下注，而公司盈利与经济增长相关联。倘若经济增长出现疲弱，无论其原因何在，股票也必定走弱。

回首20世纪90年代，西格尔首次出版自己的专著，当时股票似乎无与匹敌。人们普遍认为，股市就像一架设计优良的机器在运转。华尔街有着特殊的天才能力，公司为了投资者的利益，力求实现盈利最大化。比尔·克林顿是一个温和派民主党人，他推进金融市场放松管制，为其继任者乔治 W. 布什进一步松绑金融市场铺就了道路。接下来，2000～2003年的网络股炸弹爆炸。像安然和世通之类受人尊崇的公司被揭开面纱，公众发现其会计处理是令人作呕的波特金式专做表面文章、弄虚作假。网络公司，比如 Webvan. com 公司，在股市筹集了巨量资金，由于缺乏利润或没有前途，都纷纷干枯死去。

接下来又出现了21世纪的房地产大繁荣，其之所以形成，部分原因在于，美联储为了将经济拖离科技股崩盘造成的困境，实行低利率货币政策。对于很多投资者来说，一切已受到宽宥，已被忘怀。股价再度高高飞扬。2007～2009年，股市遭到腹股沟被踢般的打击，距离上一次重创仅有五年之遥，很多投资者又开始困惑，不知自己是否受了欺骗。从一个角度衡量，在这10年初投资于标普500指数的钱，大约每年损失1%。股票，是长线法宝吗？10年算是长期，不是吗？有些人开始怀疑西格尔的信条。

很多人的利益处于得失攸关之中。2007年，美国人的大部分投资都在股市里，因为人们以为股市是一个施了魔法的所在，发展是有保证的。从401(k)退休金账户到个人投资组合，多数可投资资金集中投放在股票上。

共同基金在这方面最为明显，大部分美国人正是在共同基金里存放退休养老金。据美国投资公司协会（Investment Company Institute）提供的数据，2007年，债券型基金资产占股票型基金资产的37%，前者是2.4万亿美元，后者是6.5万亿美元。2008年，股票估值急剧缩水，债券型基金资产是股票型基金资产的40%，前者是1.5万亿美元，后者是3.7万亿美元。股票价格较债券价格已有更大跌幅，尽管债券型基金的份额上升，部分原因在于投资者从股票型基金中抽离资金。2009年和2010年，股市呈现令人陶醉的回升，即便如此，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者也从股票投资中撤出资金。

尽管如此，事实仍是在资产规模上，股票型基金继续大幅领先债券型基金。在股市回升期间，最受欢迎的一种投资选择是目标日期基金，这种基金综合投资股票和债券，随着投资者退休日期逐渐临近，基金的投资比例逐步由以股票为重，转向以债券为重。即便一只目标日期基金撞上某个人的退休年龄，该基金也仍会保持一定比例的股票。



无论人们对西格尔投资理念的看法如何，关于股票，有一个普遍存在的事实：股票有一种特别的近乎护身符般的吸引力。究其原因，不外是在广泛持有的资产类别中，没有其他任何类别能有机会在短期内上涨一倍、两倍或三倍。人们想到自己的股票可能会如此快速飞升，人人大脑中皆有的养护贪婪的那部分脑叶便会受到刺激。对股票的热情，与对运动的热情很相似。你希望自己支持的运动队赢得比赛，果真赢了，你会很高兴。如果你支持的运动队输了，你很少会声明与它断绝关系，至少不会长时间如此。

股票应该上涨，这种固有的信念鼓舞着一再出现的牛市趋向上升。1999年，詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈塞特，共同出版了一部充满极度乐观之情的书，名叫《道指 36 000 点——在即将到来的股市狂涨中获利新策略》，预测未来五年左右股市会有巨幅上涨。这本书正说明，人们对股票氦气球般飞升特性的信心达到极端程度。当时，道琼斯工业平均指数是 10 000 点稍多。有这样的狂热情绪似乎很有道理，因为在此前 20 年里，美国大型公司的股价平均几乎上涨了 12 倍。不巧的是，格拉斯曼和哈塞特很遗憾，他们的书刚刚出版，科技股热潮便在 2000 年年初宣告终结。时至 2002 年 10 月，道指滑落至 7 286 点。当然，道指后来鼓起冲劲，到 2007 年涨至 14 165 点——直到随着大衰退的来临，又重新沉沦下来。格拉斯曼和哈塞特做出极度兴奋的预测，过了 10 年，道指所处的位置还是他们的书出版时的点数。

多数人似乎从未感到受够了股票疯狂的波动性、受够了诺言一再遭到背弃，这是对股票受到持久欢迎的一个证明。2009 年年底，先锋集团对 3 000 名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者做了一项研究，发现即使经历了一次大熊市的煎熬，这些投资者仍要坚持做股票。其中约有3/4的投资者说，投资股票是值得去冒的一个风险。

当然，自20世纪30年代初至50年代初，大众放弃了股票。毕竟，一次大萧条和一次世界大战的影响是不易消除的。不过，在艾森豪威尔时代，一旦经济繁荣看上去得到确信，股票又重新受到欢迎。现在，尽管大衰退带来的沉重打击让太多的人生活受困，但普通美国人仍能得益于祖先想象不到的物质丰足。多数美国家庭生活相对舒适，有安全感，使得他们能够继续下注，赌明天会更好，这正是股票投资的真意所在。

美国作为世界上规模最大的经济体，长期以来在股票市值方面一直首屈一指。2007年，所有美国股票市场的总市值占全球总市值的44%。没有任何国家接近美国，而且美国人持有股票也比其他任何地方更为普遍。

经济增长与股票增长之间有着很强的关联，因此要相信美国股市会继续不负所望，需要对美国经济继续保持强大有信心。毫无疑问，投资海外市场已变成一个日益重要的趋势，这一点我们后文再做讨论。不过，此刻，我们要做一个根据很强的论断，就是美国股市将仍是你投放资金的良好场所。

原因在于，自19世纪以来，美国始终是世界上创新力最强的国家。哈罗德·埃文斯爵士是一位英国记者和作家，他写过这样的话："我敢和任何人打赌，不使用美国人研发出来的产品，他就很难过日子。"他指出，美国的创业家精神诞生了"飞机和个人电脑、牛仔裤和移动电话、生物技术和缝纫机、电视（每天有24小时新闻播报）和搜索引擎"。

有一派批评者认为，没有任何东西让美国确信能永葆领先。耶鲁大学历史学家断言，美国现在处于"帝国势力扩张过大"的危险之中，为了说明这一点，他举例说以往欧洲一些强国，如何在耗费太多军事开支之后，开始衰败下去。美国在武装力量方面确实开支巨大，例如，美国部署了11个航母战斗群，而英国是2个，其他国家加在一起只有四五个。

与此同时，中国经济增长率每年围绕9%的水平上下浮动，相比之下，美国较低。无论从哪个角度衡量，美国是效率最高的国家，国内生产总值全球最高，大约为15万亿美元。凑巧的是，中国也拥有最大数量的美国国债，致使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些人猜想是否有一天，中国能有利地凭借美国最大债权国的地位，迫使美国听其号令，违令则向市场贱价抛售国债。悲观的人爱喋喋不休，谈论美国为军事和社会保障福利计划支出太多，如何让美国负担了大量债务，相形之下，其他国家的债务显得格外少。自 20 世纪 60 年代以来，很多人为美国唱挽歌，哀叹美国已走在出局的路上，是没落的罗马帝国。不知为何，这种极可怕的局面似乎从未真正出现过。

20 世纪 80 年代，人们认为日本会取代美国成为第一经济强国，因为以长期发展为导向的日本大型联合企业，抽吸美国汽车厂商和电子公司的血，使之几近失血而亡。日本买家抢购美国人珍视的东西，如位于加利福尼亚州的圆石滩高尔夫球场、位于纽约的大型综合建筑群洛克菲勒中心。然后，日本跌了跤，踉跄而行。日本的产业天赋中缺乏创新活力，而这种活力已促进美国度过了数十年。结果，日本最重要的股票指数日经 225，暴跌至大约仅有 1989 年高位的 1/4。

西格尔教授预计，像中国和印度这样的新兴市场国家，其股市将出现强劲发展，这对西方国家股市相对不利。目前，发达国家的股票市值占全球总量的 90%，美国占其中一半。他相信，到 2050 年，发达国家的份额将会缩减至 1/3，美国占 18%。这一预测或许夸张，就像日本一度显得将不可避免地获得成功，而后来的事实却表明并非如此。中国和印度自身有一些严重问题，比如贫困广泛存在。西格尔说，为了让多样化投资达到最佳效果，人们应该投资海外，不过，他也提出告诫，新兴市场股票往往都很昂贵。

但是，根据西格尔的投资信条，关键在于，你应该投资股票，无论是哪里的股票。



西格尔的著作一开篇便讲述了一个警世故事，说的是一个名叫约翰 J. 拉斯科布（John J. Raskob）的人。此人是通用汽车的财务高管，持有格拉斯曼－哈塞特式的牛市观点，确信股票会向上攀升，他的观点给《家庭妇女》期刊的页面增添了光彩。撰写这篇采访文章的是记者萨缪尔·克罗瑟，文章标题引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人注目，叫做《人人都应该富有》。拉斯科布发表意见说，人们应该逐月在股票上投资一笔小钱，20 年后，投出去的钱就会开花结果，变成很可观的一堆钱。遗憾的是，与格拉斯曼和哈塞特的遭遇一样，拉斯科布发表这样看法的时机也不对。这篇文章于 1929 年夏季刊出。几个月后，股市开始暴跌，结果，拉斯科布被人们描绘成人类有史以来最大的傻瓜之一。

讲完拉斯科布的苦境，西格尔狡黠地指出，拉斯科布建议人们投资的一小笔钱（每月 15 美元，按美元现在价值计算，相当于 190 美元）到 1949 年，会增值为9 000美元，换算成今天的美元，便是 80 000 美元，而且，这还是股市最终从大萧条和战争中恢复常态之前的情形。

西格尔立论的支撑点是“均值回归”。换言之，股票的平均实际收益率（即扣除通胀影响后的收益率），计算下来大约为每年 7%，这是市场始终保持要给予投资者的正常回报。当市场飞升至难以维持的高位，或受狂跌至难以维持的低位，仿佛有一种弹性系绳把市场拉回到均值位置。西格尔在书中写道，7% 的标准回报率，“意味着收益率在短期内，可能很不稳定，但在长期里，又非常稳定”。

西格尔感到惊奇，两个世纪以来，股票收益率都“仅仅抓住”了这条趋势线。因而，当市场运行于趋势线之上时，比如在 20 世纪 60 年代和 90 年代末，市场不可避免地做了修正。而当市场行走于趋势线之下时，例如 20 世纪 90 年代初，市场又强制性地猛然上涨，达到惯常应有的位置。在西格尔看来，这种现象很值得注意，因为自 1802 年以来，美国已发生了很多巨大变化。1802 年是西格尔做研究最喜欢的时间起点，美国开始由农业国转变为工业国正是在这个时候。后来，美国又变身为一个后工业经济体，重视服务业和科学技术；在币制上放弃金本位，采用纸币，中央银行可以根据指令予以印刷；现代通信业加速发展，提升了市场信息的可获得性，投资者能立即根据市场信息采取行动。西格尔深感敬畏地说：“尽管为股东创造财富的基本因素发生了巨大变化，股票收益率却展现出惊人的稳定。”

西格尔确定 7% 的股票标准收益率长期存在后，在书中转而大加挞伐股票的对立面——债券。他声称债券什么都好，就是不稳定。据他排除通胀影响后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的计算，自 1889 年开始，在每个 30 年期间，短期美国国债仅有三次上涨超过 2%，长期美国国债的表现也只稍好一点儿，但上涨从未高于 4%，超过 3% 的只有 22 次。与股票保持上涨 7% 的出色收益率相比，债券实在是太落魄了。原因何在？西格尔认为，从主要方面看，原因在于罗斯福新政造成美国放弃金本位制，从而在经济中注入了通货膨胀偏差。西格尔解释说，大萧条期间，股票没有赫伯特·胡佛时代那么受欢迎，而债券步履艰难，因为心怀恐惧的投资者一窝蜂似地买入债券，使得债券价格昂贵，拉低了债券收益率（债券收益率与债券价格呈反向变化）。

研究结果将收益率的桂冠加冕于股票，认为股票是天底下可能有的最佳投资品种，西格尔在这方面几乎算不上是第一位教授。20 世纪 20 年代初，耶鲁大学的欧文·费雪对此问题进行研究之后，反驳了当时普遍存在的观点，即认为债券更好，股票是投机者玩的东西。此外，西格尔也不是第一位因捍卫股票收益率为王的观点，而遭到猛烈抨击的学者。在 20 世纪 20 年代股市繁荣期间，费雪像拉斯科布一样，变得有点过于狂热，便于 1929 年 10 月宣称，股票已登上“永不跌落的高位平台”。备受批评的费雪在经济上遭遇巨大“反转”，于 1947 年去世，没赶上股票真正出现再次腾飞的时候。拉斯科布是个富有的人，他让自己不停地忙碌，足以忘记众人的嘲笑：接着修建了纽约帝国大厦。

西格尔之所以保持自己不菲的声名未受丝毫影响，是因为他头脑清醒，坚持主张股票过去确是长线法宝，同时他也提出警告，在这个过程中，股票也遭遇过严重下跌。2000 年 3 月，科技股浪潮正处于疯狂的巅峰期，西格尔判断准确，采取预防性行动，在《华尔街日报》开辟专栏，警示大众股市将要遭遇一场血洗。

然而，费雪断定，西格尔也表示认同，在通货膨胀时代，股票总体上的表现优于债券。通货膨胀是固定收益证券的毒药，因为固定收益证券得到的利息会不断受到侵蚀；而在物价上涨时期，股票最终很可能会让投资者获利，因为除了别的影响因素之外，通货膨胀通常意味着经济繁荣，经济繁荣会有助于公司赢利。在有通货膨胀的 20 世纪 70 年代，股票表现很差，这似乎揭穿了费雪的谎言。不过，或许这只是大众的错觉。后来，弗兰克·莫迪利亚尼、理查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德·科恩和其他一些人对此做了学术研究，发现因为投资者有一种他们称为“货币幻觉”的意识，投资者才未能看到对于通货膨胀，股票是多么好的一个吸收器。有此幻觉，投资者便混淆了名义盈利与实际盈利，即经过通胀调整的盈利之间的区别，未能预见到盈利可能再增长。一旦20世纪70年代终了，盈利的确再度增长了。

西格尔用事实说明，像大萧条和大衰退之类不时发生的重大混乱，会像飓风一样意外到来。它们偶有发生，会造成巨大破坏，但从未真正让人类前进的步伐放缓下来。对于顽固地看多和看空市场的预测者，西格尔都加以嘲笑，说他们往往过分重视有选择性的证据，或者对近期发生的事件反应过度。有史以来最糟糕的一次看空股市的预测，1979年出现在《商业周刊》杂志臭名昭著、格调消沉的一期封面上，问股票是否已经死去。20世纪80年代的事实证明，股票绝没有死去。西格尔郑重要求投资者“躲避这种靠不住的卦师”。

不过，谈过破坏性股灾之后，西格尔又失望地感叹，由于存在格雷厄姆式理性评估股票基础价值之外的力量，股票价格往往会出现急速波动。他像格雷厄姆一样，对有效市场假说很不认同。“有效市场假说不说股票的价格总是等于其基础价值，”西格尔在书中写道，“但这一理论又暗示，如果不做代价高昂的分析，或者不具有极少数人，如沃伦·巴菲特、彼得·林奇、比尔·米勒，所具有的与生俱来的能力，投资者不可能判断出哪些股票被低估、哪些股票被高估了。”

2008～2009年，股市遭到系统性冲击，这类暂时性大震荡的确会在危险过去之后，还让投资者感到紧张焦虑，并且易于对每一条新闻反应过度。2010年，格雷厄姆所谓的“市场先生”受最新经济指标的影响，便像荡秋千一样，一会儿高高荡起，一会儿急速跌落。西格尔把这种情形叫做“喧闹市场假说”。这引导他发现了一个进行价值投资的方法，恐怕巴菲特也会为此替他感到自豪。他说，如果你买入大量股票，股票价格被拉低是市场噪声，而不是盈利恶化之类基本面问题引起的，那么当股票最终复归优雅时，你便会感到高兴满足。

为了尽可能减少噪声，他给出一个很有吸引力的解决办法，就是投资于根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据他看重的基础价值因素构建的基金。为此，他帮助设立了一家以价值投资为导向的资产管理公司，名叫智慧树公司（WisdomTree），这家公司使用股利或盈利指标来确定持股权重。股票的盈利或股利越好，在西格尔风格的基本面基金中，股票的权重便越大。

很多标准型基金特别重视的指数，是根据市值，即公司发行在外股票的全部价值，来确定成分股。标普 500 指数和罗素 3000 指数，通常被当做整个市场的代表，就是使用这种方法。道琼斯工业平均指数仅包含 30 只股票，但有着标志性的影响，它使用的基准稍有不同，是用股票实际价格来确定成分股。不管怎样，是最大、最受欢迎的股票，而不是西格尔偏爱的盈利或股利最好的股票，在传统指数中拥有最大影响力。

智慧树公司于 2006 年开始提供交易所交易型基金，所以要判断这些基金在西格尔所谓神圣的长期内将表现如何，现在还为时尚早。智慧树公司的业绩记录现在还不能说明问题。智慧树公司的盈利优选基金（Total Earnings），自 2007 年首次公开亮相至 2010 年第三季度，收益率与市场打了个平手，基金平均每年损失 3.5%；该公司的股利优选基金（Total Dividend）于 2006 年创立，也与市场不相上下，下跌微乎其微。

西格尔说，他的研究表明，这些以基本面因素为基础确定的基金，倘若在 2000 ~ 2002年科技股崩盘期间便已存在，表现会优于以市值为确定权重标准的基金。当时，罗素 3000 指数损失 50%，而西格尔以股利为优选标准而确定权重的基金（如果已存在）损失仅为 20%。

无论利用基本面因素选股的方法，还是更为宽泛的股票高于一切的观点，是否能吸引人去接受，西格尔都频繁地做巡回演讲。在纽约大都会俱乐部之类奢华的地方，他常常面对某个工商业协会的人士长篇大论地侃侃而谈，向他打招呼的人都心怀敬畏之情。他帮助设立智慧树公司，提高了他的声望。该公司有位合伙人是著名投资家米歇尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）；公司的头儿是乔纳森·斯坦伯格，此人是 20 世纪 80 年代生性冒险的公司恶意收购人索尔·斯坦伯格的儿子，也是 CNBC 著名主持人“金钱宝贝”玛利亚·巴蒂罗莫的丈夫。西格尔无论走到哪里，都被当做最惹人喜爱的那种人，即有智慧的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，而受到寒暄问候，但有一类人不买他的账，因为他们认为西格尔的智慧，是一棵结着骗人的诱惑之果的树，谁尝了这颗果实，谁就将毁了自己。



只要时机恰当，要获得大众的喜爱，撰写看多股票的书是一个很好的策略。有个叫埃德加·劳伦斯·史密斯的家伙，1925 年写了一本畅销书，名叫《作为长线投资的普通股》（*Common Stocks as Long Term Investments*），获得了费雪教授的大力赞扬。这本书持有与西格尔相似的观点，认为随着时间的逐渐推移，股票表现最好。大经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯甚至还邀请史密斯加入英国皇家经济学会。但史密斯已找到自己感兴趣的事情。后来，一些学术研究（在 1938 年、1953 年、1964 年和 1976 年）同样也得出了支持股票长线投资的结论。

但在如此乐观的看法中戳出漏洞，似乎非常诱人。2009 年春季，熊市刚刚触及底部，一位名叫罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）的杰出基金经理，为《指数期刊》撰写了一篇极为引人注意的文章，强烈抨击西格尔的观点，指出在时间跨度达 40 年的 1969 年 3 月至 2009 年 3 月，20 年期政府债券的收益率居于领先地位。阿诺特满脸络腮胡子，曾经担任过勤勉严肃的《金融分析师》杂志的编辑，他在这篇题为《债券：有什么好担心的?》的文章中，也勉强承认在很长很长的长跑期内，股票的步速确实高于债券。阿诺特计算出，自 1802 年以来，也就是自西格尔最喜欢的研究时点以来，股票在价值上增长了 400 万倍，债券只有 2.7 万倍。但又出现了一个显而易见的问题：有哪个投资者活了两个多世纪吗？阿诺特指出，1932 ~ 2000 年，股票胜过了债券，这期间发生了大萧条，也出现了美国在战后的崛起。在 21 世纪的最初 10 年里，股票跑进了沼泽地。这 10 年前有科技股暴跌，后有与住房市场有关的证券造成的一片混乱，足以拉低股票的收益率，使之低于债券，因而诞生了“失落十年”的说法，用以描述这段令人痛苦的时期。

阿诺特掌管着 Research Affiliates 金融公司，2010 年 1 月，他在写给投资者的业务通讯中，简洁地回顾了这 10 年来一片狼藉的股市表现，同时悲叹道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“对美国投资者来说，这是美国股市有史以来最糟心的 10 年。即使考虑到 2009 年最后 10 个月出现了惊人反弹，其间标普 500 指数暴涨了 55%，这仍是最差的 10 年。是的，比之前史上两次低点还要差，那两次出现在 19 世纪 50 年代和大萧条肆虐的 20 世纪 30 年代。”

在阿诺特看来，西格尔造成的以股票为中心的投资思维定式（阿诺特未直接点出西格尔的名字），给信以为真的投资者带来了极坏的影响。在这 10 年间，典型的退休金投资组合，将 60% 的资金投放于标普 500 指数成分股（其余资金投资债券）。阿诺特仔细考察后发现，即使债券起到帮助作用，这类投资组合也几乎没赚任何钱。标普 500 指数本身也有损失。他接着说，更糟糕的是，投资者并没有从这种被轻易击败的经历中汲取教训。企业 401(k) 退休金计划，始终将投资向股票型基金倾斜，尤其喜爱其中有一段历史业绩出色的基金。企业管理退休基金计划的头儿，会深情地回忆起股票从前有过的良好表现，假装不计较表现恶劣的时候。以“零售投资者”而知名的个人投资者，也被束缚住了手脚。阿诺特觉得这种结果极不公正，因为投资者本可以改组自己的投资，避免表现糟糕的股票，他说：“不时地调整投资组合内资产类别权重(rebalancing) 的投资理念，建立在过去并非未来序幕这一观念的基础上，在零售投资界极少得到遵循。”

阿诺特发现，股票让人失望的时候太多，其收益率并没有西格尔计算的那么高。他在那篇关于债券的文章中，对常常受到吹捧的股票历史收益率高于债券 5 个百分点的结论嗤之以鼻，他认为在长期里，这个数字实际上只有一半(即 2.5 个百分点)。西格尔立即予以回击，说自己从未使用 5 个百分点这个数字，而且，使用1871～2008年的数据，计算结果是，股票每年的优势实际上是 3.2 个百分点。现在，这听上去也许很吹毛求疵，不过，多出一两个百分点，用复利计算下来，长期结果大不相同。

在反驳阿诺特的过程中，西格尔还预测债券将来不会有好的表现。这一预测有些道理。20 世纪 80 年代初，利率水平极高，此后利率进入下跌通道，因此债券收益率有了令人惬意的回升。鉴于大衰退期间短期利率接近于零，合乎逻辑的情况只能是，短期利率应会逐步缓慢上行。利率走高会伤及债券价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此债券的长期前景看起来无疑是乌云笼罩。与此同时，经济恢复活力是股票将来回升的主要影响因素。

然而，过去怎样呢？虽然股票确实摘取了桂冠，但这完全取决于你考察哪一个时间段。衡量股票表现的最佳时间跨度是40年，因为这样的时间段覆盖了一个主动管理型投资者财富积累通常应有的时间长度。据声望良好的研究机构伊柏森公司提供的数据，在截至2008年熊市的40年里，股票和债券最终成绩持平，股票年均收益率为9%，债券是8.9%。假定1969年，我们有位投资者开始把钱存下来用于投资。此时，有损于债券表现的通货膨胀正逐渐升温，将成为下一个10年的主要特征。然后，20世纪80年代初，利率下降渐成趋势，刺激债券走强。与此同时，股票从20世纪70年代的停滞不前开始出发，踏上乘坐过山车般的旅程，到80年代受公司并购浪潮的推动急剧上涨，90年代进入科技股狂热期，然后，进入21世纪头10年由住房市场繁荣激发的牛市——这场牛市欢乐派对又被打乱，因为这10年初出现了科技股崩盘，末期遭遇了大衰退。

请记住，证券收益率表现如何，以你所考察的期间为转移。如果你将光圈缩窄一些，债券便会胜出。比如，若只看1988～2008年的20年，债券会处于领先位置，收益率是10%，而股票为8.4%。如果再把光圈调小一些，变成10年（1998～2008年），那你差不多就遇到“失落十年”，其间，债券产生了8.4%的收益率，很不错，而相比之下，股票投资会亏损1.4%。

我们换一种方式考察一下，看看在过去不同时间点退休的人（比如在2003年、1998年、1993年等之类年份退休）其跨度40年的投资会有什么结果。有些人在20世纪60年代至80年代初退休，就他们而言，股票收益率较之债券，远远跑在前面。比如，拿1978年退休来说，股票在此前40年里年均带来了9.9%的收益率，债券只有2.7%。此后，由于固定收益回升，债券的表现要出色得多，尽管股票仍是轻松地处于领跑位置。举个例子。某个人经过40年投资之后，1998年退休，会从股票中年均收获12%的收益率，债券的收益率是7.2%。

在投资方面，阿诺特与西格尔相比，涉及领域更广。阿诺特管理着Re-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

search Affiliates 投资公司，只要他看到有利的投资机会，便将资金在不同的资产类别中进行转投。2009 年，该公司重仓持有可转换债券、公司债券以及垃圾债券。该公司旗下一只名叫 Pimco All Asset 的基金，就采用这种灵活多变的投资策略，轻松地打败标普 500 指数。

西格尔对非股票类投资，很少说一句好话。2006 年，大宗商品期货（石油、黄金、小麦等）价格开始飞涨，他批评这一上涨势头。他在文章中写到，大宗商品期货与股票不同，不支付股利，而且，对冲基金和其他一些狡猾的家伙，在人为地推高大宗商品价格。他告诫说，不要玩他们那种游戏。他的选择是（你猜对了）股票。他继续在文中写道："如果你想投资大宗商品，有一个好得多的办法，那就是持有那些占有、开采和提炼此类资源公司的股票。"

值得注意的是，阿诺特自己也承认，某些类别的股票长期内表现非常好，打败了他推崇的美国长期国债，并胜出一大截。他在写给投资者的业务通讯中，列出在"失落十年"期间新兴市场债券表现最佳（每年上涨 10.9%）的理由，但指出房地产投资信托（被当做股票一样出售，主要是投资商场和办公楼之类收取租金建筑物的基金）紧随新兴市场债券之后（上涨 10.2%），新兴市场股票排在不远的第三位（上涨 10.1%）。

有些指责西格尔的人从另一个角度批评他，质疑他的方法论有问题，说正是他使用的方法论使他断言，自 1802 年以来，股票的表现超越了一切。《华尔街日报》投资专栏作者杰森·茨威格撰文说，这位教授所使用的有关 19 世纪的数据不可靠。按照茨威格的说法，西格尔所做研究依靠的是 20 世纪 30 年代两位经济学家沃特·史密斯和阿瑟·科尔制作的错误数据表格。这两位经济学家只将 19 世纪繁荣发展的公司计算在内，把破产倒闭的公司排除在外，茨威格 2009 年在专栏中指责"聪明的投资者"时如是说。茨威格声称，西格尔所依据的数据，忽略了美国早期股市中 97% 的股票，"更是忽略了所有运河、行驶马车的付费公路和皮包公司，以及其他让投资者损失无数的已消亡公司"。

西格尔做出回应说，关于 19 世纪数据，由伊柏森公司和比尔·高兹曼所做的另一个研究给他提供了支持，尽管茨威格也很不认同西格尔的解释。是啊，20 世纪很多时候，股票都获得了荣誉，至少没有人会对此提出异议。西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格尔在写给《华尔街日报》的一封信中说，已收集的始于19世纪末、包括整个20世纪的数据非常可靠，并且支持他提出的股票表现最佳的观点，茨威格对此没有辩驳。

说到底，认为股票仍将是世界上的最佳投资品，需要对未来充满狄更斯小说中麦考伯先生那样的乐观期待。另外两位教授（芝加哥大学的卢博斯·帕斯特和沃顿商学院的罗伯特·斯坦博）做了一个研究，发现美国股市从两个世纪以来美国的上升发展中获益匪浅。帕斯特在重申“以往表现并不能保证未来收益”这一古老格言后，告诫人们说谁也无法确信，“接下来的两个世纪，也会像过去的两个世纪一样，对美国国内股票市场那么友善”。



经济和股票的以往惯常运行模式，对经济学家和市场策略师而言，是至关重要的分析工具，尽管结果可能显示这些模式在将来并不有效。一年中的四季变化，总是带有可以测量的规律性——除非彗星撞了地球，让天空蒙上一层恒久不散的冬天雾气，并且将地球撞离其自转轴线。然而，华尔街和投资大众执著于相信市场预言，而很多预言是建立在过去为人所知事情的基础之上。而且，很多时候，过去也的确设定了一些很可能被将来证实的模式。除了未证实的以外。

相对看多的西格尔，现在仍在与其老朋友罗伯特·席勒进行一场争论，他们自从在麻省理工学院读研究生以来便已相识。席勒于2001年出版了《非理性繁荣》一书，预测科技股泡沫即将终结，后来，他又表示疑虑，认为住房价格大幅上涨不可能持续下去。为什么？因为是泡沫，总要破灭。2010年，席勒担忧住房价格下跌会拖延很长时间才消失，从而慢慢地伤及股票的表现。席勒亲自对住房价格进行调查，以此来作为判断的依据，他推断说，房地产陷入的泥沼太深，所以排干泥沼中的水非常困难。西格尔发文反对这种悲观论调，认为这是执迷不悟。他之所以如此说，部分原因是，在他看来，股票已很便宜，已做好准备迎接更好的日子。这对看多者来说，是显示信心的一篇文章。当股票便宜时，股票会变得有吸引力，而据事实得知，投资者因此会竞价推升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。结果，股市便会上涨。就席勒而言，他使用自己的一套衡量标准，觉得股票并不便宜。在此，更重要的问题是，发现股票模式是非常棘手的事情，尽管预言家会告诉你，他们发现了什么样的模式。

股票市场确有周期，但股市周期并不能免于"彗星撞击"的影响，这会撞毁过去所有的模式。若以标普 500 指数至少下跌 20% 为标准来定义熊市，1946～2007年，共出现了 10 次熊市。据 InvesTech 网站《市场分析师》通讯说，股市复原往往需要相当长的一段时间——大约经历 7 年才能挽回损失。2000 年由科技股引发的牛市开始之后，股票直到过了 7.2 年，才返回高峰水平。据此规则，大衰退中的惨烈熊市直到 2014 年，才能恢复 2007 年的高位。内德·戴维斯公司研究人员得出的结论认为，市盈率（这是广泛使用的衡量股票价值和经济上可购性的指标）的上升，主要发生于上涨市道中的前 6 个月。但这些几乎都算不上不可更改的规律。回想一下，1929 年之后，股票花了 20 多年才得以恢复元气。看空者说，21 世纪头 10 年住房价格下跌和信贷紧缩造成的损害可能太过严重，股市不应该会有一次强劲的可持续性反弹。

以往模式能告诉我们些什么吗？标准普尔公司市场策略师萨姆·斯托瓦尔指出，自 1910 年以来，没有哪一个 10 年遭受过累积性损失，只有一个大例外——21世纪的最初 10 年。他说，将股利计算在内，即使在 20 世纪 30 年代，股票从头至尾也上涨了 10%。那时的股利正常水平在股价的 5% 以上，而今天，股利只有 2% 以下，所以股利对股票不再发挥一度曾有的巨大作用。21 世纪的"失落十年"遭遇"彗星撞击"，使之偏离了以往模式。那么，接下来 10 年会怎样？斯托瓦尔不考虑股利因素，只关注股价，发现自 1900 年以来，股票未出现过连续 20 年下跌的情形。但这也无法保证此模式将来保持不变。

股市发生的结构性变化，已改变了投资界的整体面貌。速射式电子交易可以加速整个市场的大幅波动。1987 年的股市崩盘，因自动卖单的涌现而更加猛烈，这种卖单由计算机程序控制，当股价跌至某一水平时，便会抛出。此外，现在还有股票买入卖出报价差缩小的问题，而过去经纪商利用买卖价差，总是能从股票买入报价中抽取相当不错的一部分，装入自己的腰包——直到证券交易委员会为了减少交易成本，取消股票定价中的分数标示，经纪商的这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以得利的快乐做法才遭到破坏。一只股票的价格标示，过去常常表现为分数，比方说，12 $\frac{1}{8}$美元。后来，证券交易委员会规定，所有股价以小数点后保留两位数标示，例如 12.01 美元、12.02 美元等。就经纪商而言，数以百计的股票交易加在一起，多装入口袋一美分，没有装入$\frac{1}{8}$美元或者 12.5 美分那么有大利可图。这种情况对于交易商，使得股票交易带来的盈利不再那么丰厚，但对那些想快速进出一只股票的人来说，却鼓励他们去进行牛仔式交易。提出批评的人说，这无助于市场稳定，也无助于长期投资者的投资组合。

但西格尔已阐明，对股票投资抱有坚定信心的投资者，在时机成熟的时候，应该能获得胜利。问题是，股票是否该在你的长期组合中占有多数份额。凯恩斯勋爵说过："长期里，我们都死了。"

历史学家肯·费雪

当代有位最优秀的股票策略师，总是很重视历史能给我们什么样的教诲，同时，他知道历史教诲也有其局限性。这人就是肯·费雪（Ken Fisher）。除了其他因素之外，费雪凭借了解市场普遍持有什么观点，又不持有什么观点，渐渐变成美国最富有的人之一。他创立费雪投资公司，为其他人管理着数十亿美元的资产。从不羞于发表意见、嗓音深沉的他，会直言不讳地支持保留加利福尼亚州红杉树，反对随大流，赞成逆流而动。

同杰里米·西格尔一样，费雪喜爱长期持有股票。2009 年，他在大熊市造成巨大冲击的氛围中，出版《十条致富之路》一书。他在书中呼吁人们每年要实现 10% 的投资收益率，尽管现实是，"即使不难实现"，多数专业投资者也无法达到这一水平。要做出如此非凡的业绩，他给出的答案"很容易，就是投资股票，一直投资下去……因为股票有着出色的长期收益率"。不过，他对股票的忠诚也并不纯粹。如果股市下跌拖延久了，他告诫说，转而持有现金和债券或许是明智的做法。费雪说，大体而言，你应该在全球进行多样化投资，使用 MSCI 世界指数之类涵盖广泛的指数，作为你的投资指南。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在书中，他还根据投资者受情绪驱动而有的人类常见行为倾向，做出一些策略性建议。他喜欢研究市场预言者就即将来临的一年所做的预测，然后选择他们没有提及的市场点位，把它看做恰当的估计位置。很多时候，他都正确。这很容易理解，因为市场大体上已跟随那些聪明人一道下了注，这样一来，实际结果便会不同。2001 年，多数专业资深人士认为，股市正从科技股崩盘造成的昏厥般困境摆脱出来。费雪却看空股市，预测比多数人更接近实际行情（他说股市不会景气回升，又利索地偷偷赚了 12%）。

费雪评价说，多数投资者怀有到头来都是错误的信念。举个例子，他们普遍相信，股票价钱高的年份最终会是不好的年头。费雪说，并不总是如此。他喜爱抨击一些假冒伪劣的市场预测性指标，如球队是否赢得超级碗、女士裙摆长短与股市涨跌之类，同时，他又喜欢支持那些至少很多时候看上去起作用的预测性指标。例如，他发现，在美国总统一届任期的第三年，股市会显得宽厚亲切。发生这种情况的依据，他说，在于“几乎所有重新分配财富或物权的重大计划，均出现于总统任期的头两年”。当然，有时费雪也错得离谱，像 2008 年 1 月就是这样，当时他在《福布斯》杂志为他开设的专栏预测，2008 年将是很不错的一年。最重要的是，费雪知道，他称之为“了不起的羞辱者”的股市，不一定什么时候会给你上来一道恶心的菜。

小 结

- 杰里米·西格尔教授的专著《股市长线法宝》，拥有巨大影响力。这本书有助于解释美国投资者何以有理由偏爱股票。虽然 2007 ~ 2009 年出现了熊市，在一定程度上削弱了股票的吸引力，但总体看来，在各种资产类别中，股票仍是 401(k) 退休金计划和投资界的首选投资对象。
- 据西格尔研究，自 1802 年以来，股票是回报率最好的投资品种，扣除通货膨胀的影响之后，每年平均大约上涨 7%，并且，他说，这种趋势未来仍将延续。虽然股票可能会飙升至这一水平之上，或暴跌至其下，但股票始终会被拉回到这一水平。他把这种现象叫做“均值回归”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 统计数据表明股票的表现确实胜过其他类型的投资，之所以如此，是因为股票与美国经济相关联，而西格尔在研究中发现，两个世纪以来，美国经济呈指数增长——经济增长大大超过经济下滑。对通货膨胀的影响进行调整之后，西格尔看到，股票投资收益率较之债券，每年多出3.2个百分点。
- 在21世纪头10年，股市给投资者带来极差的投资结果，这使西格尔的乐观主张出现了疑问。在这所谓的“失落的十年”期间，股票亏了钱，而债券表现更好。批评者说，西格尔误导了很多投资者，他们接受他的建议，以股票为投资中心，因此遭受了损失。有位批评者叫罗伯特·阿诺特，他认为对投资者而言，这10年是有史以来最糟糕的10年。有些批评者，比如《华尔街日报》投资专栏作者杰森·茨威格，质疑西格尔在研究中所使用的19世纪数据不可靠。
- 很少有人会否认，在20世纪，股票表现优胜。面对未来，投资策略师要解决的问题是，该在股票上投资多少钱。实际上，有些类别的股票，例如新兴市场股票，在这“失落的十年”里表现出色。现在的美国仍是世界上最大的经济体，拥有规模最大的股票市场，那么，美国股票将来的表现会证明西格尔的信念正确吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 3 章

自动导航式投资

指 数 基 金

人们称他为圣徒约翰，这样叫他，有些人是故作诙谐，有些人带着隐隐作痛的真诚。活着的人很少会被人因表达敬意而竖起塑像，但约翰·博格（John Bogle），在其公司位于费城之外的园区里，有一座这样的塑像。这位圣徒是有名的脾气坏又爱唠叨，人们经常发现他高谈阔论，说自己创立的投资信念有多么正义。他有一群忠实而排外的追随者，称做“用博格脑袋思考的人”。他相信，自己身负使命，他从事的是正义事业。为了实现自己的远见，他创建了一家公司，名叫先锋集团。他说，该公司始终追求伟大，并且他毫不怀疑，他和先锋集团通过正直的作为，已成就了伟大。关于先锋集团的投资风格，他引述列夫·托尔斯泰的话说：“没有哪一种伟大不包含简单、良善和真实。”

指数基金是约翰·博格的发明，是先锋集团最好、最重要的产品。该公司的指数基金跟踪标普 500 指数，因此可以捕捉大盘的波动。在他看来，购买指数基金是投资股市的最佳途径，无与伦比。对于那些借助电子表格、彭博终端机以及（他认为）滑头的策略进行投资的人，指数可以轻易地将其击败。在博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格看来，非指数型基金（由为追求荣耀而闪转腾挪、快速进出股票的基金经理管理）往往风险太大，成本太高，受税收的影响也太大。

20 世纪 90 年代末，年届八旬的博格放弃管理先锋集团。现在，他还有着无穷的精力（1995 年，做了心脏移植手术），为了让人接受指数化投资，仍然保持着繁重的日程安排，宣传指数基金的内在优势。

其他人最先创建了指数基金的概念，翻来覆去地对之加以研究，但博格在 20 世纪 70 年代先行一步，将理论付诸实践。他发起设立了跟踪标普指数的先锋 500 基金。如今，这只基金跻身于资产规模最大的基金之列，是退休金投资组合忠实拥护的一只基金。已有很多非先锋集团旗下的基金（由富达、嘉信和 USAA 之类公司提供）模仿先锋集团的发明，也跟踪标普 500 指数。

指数基金被称为“被动式”投资，因为指数基金是靠“自动导航”来运行。这类基金为其投资组合买卖股票，不需要付出昂贵的薪资成本去雇用众多分析师和基金经理。指数基金经理只需定期对投资组合做出调整，以确保基金所持股票尽可能地接近标普 500 指数。该指数是一个以股票市值为权重的综合体，也就是说，其中 500 只股票的每一只均按其市值确定在该指数中的代表份额（所谓市值，就是股票发行在外的份数乘以每股价格的乘积）。如果微软股票的市值占该指数的 2.1%，并且价格下滑，致使其现在仅占该指数的 1.9%，那么，指数基金经理必须卖出足够的微软股票，以便让该股票持有量与期望相一致，同时还必须购入其他价格上涨的成分股，以符合当前的成分比例。

标普 500 指数大致涵盖美国股票市值的 3/4，对投资者而言，长期以来一直是最重要的基准。换言之，当人们问“股市现在表现怎么样”时，他们通常的意思就是“标普 500 指数表现如何”。道琼斯工业平均指数，其所含股票少得多（共 30 只），年代也久远得多（启用于 1896 年，标普 500 指数启用于 1957 年），也是市场的一个代表性指数。该指数只包含蓝筹股，通常与标普 500 指数有很大的相关性。但是，跟踪标普 500 的指数基金要多得多。

按照博格设计指数基金的思路，标普 500 指数由于涵盖广泛，才有了其最大优势——投资于市场上的所有股票，或者大部分股票，较之投资于几只股票更好。博格相信，投资股票的最佳做法是，“拥有整个市场。现在，这是说起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来容易，做起来也容易”。

关于投资指数基金，有一个不太严谨的类比。这仿佛是将赌注压在所有的赛马身上，而不是押一匹马，不是在最可能获胜的骏马身上压最多的钱。随着时间的推移，一场接一场比赛下来，你下注的成绩很可能会好于将一切都压在可能第一个过终点线的赛马身上的人，因为寄托期望的赛马常常令人失望。进行这种多样化投资的同时，还要愿意，用博格的话说，继续带着赛马般的自负，“待在跑道上，坚持到底”。换言之，无论市场何时呈现偶有发生、非常吓人的暴跌，都不要恐慌，不要退出。

股票有一个令人困扰的实情，股票的上涨或下跌，并不是直线的。在任何一个给定的年份，股票的最大涨幅常常只出现在数天内。密歇根大学的 H. 内杰特·赛翰做了一个研究，他发现，倘若 1963～2004 年，你一直待在市场里，那么你投资的年收益率会是 11%。然而，如果在这 40 年间，你错过 90% 涨幅最大的交易日，你投资的年收益率会降至 3%。博格声称，既然人们从不知道什么股票会有什么表现，对整个市场下注便是抓住股票上涨机会的唯一办法。主动管理型基金的操作，并不能捕获所有那些涨幅。

从统计数据上看，博格言之有理。数十年来，指数基金的表现优于主动管理型基金，后者的经理怀着获取高收益率的期望，在股票上进进出出。主动管理型经理永远在寻找优势股，好让自己“打败市场”。令他们感到遗憾也令基金投资者感到遗憾的是，少有基金经理实现这样的壮举。在长期里，平均有 70% 的主动管理型基金未能每年打败标普 500 指数（虽然业绩落后的主动管理型基金的数量，因所用衡量标准和研究期间的不同而有所变化，但这个数量总是离 70% 非常接近）。主动管理型基金只是偶尔才战胜标普 500 指数。2009 年，是股票从惨烈的大熊市中回春的一年，半数主动管理型基金的表现优于标普 500 指数。

博格不无热情地写道：“先锋集团有着良好的公司结构，专注于控制成本和服务客户，拥有开创性的指数基金和类指数基金，这一切共同作用的结果，是将理想主义与经济主义结合了起来：开明的理想主义就是合理的经济主义。”他说，先锋集团由其基金持有人拥有，并非像共同基金业的其他公司，是贪财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的奸商。虽然先锋集团也提供主动管理型基金，但那些基金追求的是，像指数基金一样低成本、低税收的理想。

博格对基金业其余公司的无情批评，往轻里说，至少让竞争对手感到烦躁。2003 年，在投资公司协会举办的一次会议上，这个基金行业协会的时任主席保罗·哈格，猛烈抨击指责基金业的人士，尤其是那个“有了自己塑像的圣徒”。圣徒约翰·博格笑到了最后，因为几个月后，爆发了一个肮脏的丑闻。一些基金经理偏袒大投资者而损害小投资者的利益，被抓了现行。

不管怎样，主动管理型基金拥护者反驳说，对基金进行投资的诀窍在于，找到能持续打败标普 500 指数的基金，也就是在打败该指数的 30% 的神奇基金中占有一席之地的基金。他们说，要找到这样的基金，只需做一点点研究就行。亚当·博尔德是提供投资咨询服务的 Mutual Fund Store 公司创始人，在他看来，“如果你做了功课，就能找到”打败标普 500 指数的基金。“我不喜欢指数基金，因为你知道，你永远不会比指数做得更好。”他说。

但是，一贯保持领先于标普 500 指数这一基准非常困难。直到大衰退的熊市为止，美盛集团的“资本管理价值信托”基金都持之以恒地打败了市场，胜过标普 500 指数长达 15 年。明星经理比尔·米勒，给该只基金的投资组合添加热门板块的股票，如金融股和住宅建筑股，当这些股票崩盘时，这只基金也跟着崩盘，2008 年亏损了 55%，而标普 500 指数跌去了 37%。

不过，多数投资大众并没有参加博格发起的指数基金十字军东征。据投资公司协会提供的数据，仅有 6% 的共同基金资产投放于指数基金组合。博格对此做出的解释，很像贝拉克·奥巴马对选民为何在 2010 年中期选举中拒绝接受民主党所做的解释：他们被强行推销的那一套给蒙骗了。博格说，基金业有着极其狡猾的营销手段。如果投资大众知道实情，他公开说，他们会成群结队地奔向指数基金。

对于寻找那些打败市场的主动管理型基金，博格极为不屑，他认为这不过是傻瓜在那儿瞎跑：“我们始终应该需要的是那个大干草堆，而不是找到藏在干草堆深处的针。”博格会在自己的文字和演讲中，不时地插进源自《圣经》的话语，这符合一个传教士的身份。博格传播他所说的“福音”时，引用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《圣经》中的传道书说："智慧远胜于愚昧，如同光明远胜于黑暗。"



博格早早地看到了这光明，在大学时代就看到了。1949年12月，作为普林斯顿大学大三的学生，他正为确定一篇论文主题四处翻阅资料，只知道自己要写一个从未有学生涉及过的话题。他恰巧发现了一期《福布斯》杂志，读到其中一个故事，故事讲述的是称为共同基金的这种让人好奇的实体。此前，他从来没有听说过共同基金。这篇杂志文章描述刚开始崭露头角的基金业，说它"很小，但有争议"。

那时，关于基金的数据很缺乏，基金管理的资产只有25亿美元（按今天的美元价值计算，相当于220亿美元），而今天大约有10万亿美元。博格最后用标普500指数的前身标普90指数作为标准，衡量论文研究中涉及的几只基金的业绩。尽管他在这几只基金的表现与标普90指数的表现之间，没有看出什么大的差异，但他得出结论认为，这几只主动管理型基金绝没有与生俱来的打败市场的能力。他在论文中写道："基金不能断言自己优于市场平均指数。"

根据他后来的说法，因为心中突然升起一股年轻人特有的理想主义热情，他觉得有些基金价钱太高，既然基金经营为的是服务客户，就应该更便宜些，让人买得起。虽然当时整个基金业仅持有1%的美国公司股票，与人寿保险公司之类大型持股者相比无足轻重，但他希望有一天，基金业能赢得大得多的份额。最近，基金业已拥有大约1/4市场上的股票。

博格的大学论文《论投资公司的经济作用》，使他获得了优等成绩，但更重要的是，有人因此愿意给他提供一份工作。一个普林斯顿大学校友，沃尔特L. 摩根，读到这篇学生论文，非常喜欢。摩根此前于1928年在费城成立了一家公司，名叫惠灵顿管理公司。这家公司有共同基金，年轻的博格在1951年一毕业便得到这份非常适合他的工作。

博格差一点儿没接受这份工作。"我很苦恼，担心从事当时还极小的一个行当会有风险，"他在自己写的书《约翰·博格谈投资——最初50年》中这样说道，"但我的论文结论是该行业大有前途，我便有了勇气，最终接受惠灵顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的那份工作。这也很幸运。”

20 世纪 60 年代牛市期间，惠灵顿公司慢吞吞地落后于竞争对手。摩根告诉博格说他是惠灵顿公司的“法定继承人”，只要是带领公司快步向前所需做的一切，都指导这位门生去做。向来傲气十足的博格，当时 36 岁，选择与另一家公司合并，这家公司四个技高而自负的基金经理已创下令人赞叹的业绩。“我们在一起，”博格回忆说，“五个神奇小子风风火火地大干快上，几年里业绩飙升得很高，然后又快速滑落。”20 世纪 60 年代因投机添柴加火而疯狂的牛市，让位给受困于石油禁运、通胀横行而一片狼藉的 70 年代。市场跌了 50%。1974 年 1 月，惠灵顿公司董事会解聘博格，让他离开“我已认为是‘自己的’公司”。

那时和现在一样，博格不是那种生着闷气走开的人。惠灵顿公司的决策人不只是解雇博格的那些董事。另有一个董事会监管惠灵顿公司经营的那些基金。博格找到这个董事会，提出管理他将创办的一家新公司的投资组合。董事会为这一设想争论了七个月，最后很勉强地支持了他。

老摩根之所以最初将这家公司命名为惠灵顿，是因为他读了打败拿破仑的铁公爵的事迹。很凑巧，有个经营古书画印刷品的商人来博格的办公室，给他看描述惠灵顿英雄事迹的雕版印刷品。这位商人也有关于拿破仑时代海战的一些印刷品和一本书。博格快速浏览这本书，偶然翻到描述 1798 年尼罗河战役的一节。在此战役中，英国的霍雷肖·纳尔逊勋爵摧毁法国舰队，扭转了英国对拿破仑战争的态势。纳尔逊的旗舰叫英国皇家海军先锋号。于是，博格便为新公司找到了一个恰当的名称。

在先锋集团内，与船舶和航海有关的装饰图案无处不在，公司雇员也被称为“船员”。该公司很少大谈其反拿破仑的命名渊源。拿破仑要么是热衷发动战争的暴君，要么是给欧洲带来现代国家治理思想和实践的统治者。无论是哪一个，打败他至少在一段时间内，恢复了法国革命推翻的古老皇族统治制度。毫无疑问，博格不希望人们对他的公司做这样的联想。在他看来，人们最好是认为，反拿破仑的意象表明，对具有强大摧毁力的东西，要进行英雄般的对抗——此类东西在先锋集团看来，就是基金业的其他公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋集团成了第二大基金管理公司，位居富达投资公司之后，其采取的战术高人一等，纳尔逊勋爵若泉下有知，恐怕也会为其感到荣耀。纳尔逊在埃及沿海赢得史诗般的战役，靠的是将自己的舰队分成两部分，从侧翼包抄法国舰只，然后在激烈的交火中将其摧毁。博格所用的方法同样有效：较之其他基金公司，他收取更少的费用。

先锋集团创始于 1975 年，当时有 28 名员工，用 11 只基金管理 18 亿美元资产，如今已发展到拥有员工 12 500 名，旗下 160 只基金管理 1.8 万亿美元。先锋集团每年收取的费用极少，平均仅占所管理资产的 0.23%，只有基金业其他公司的一小部分。一般基金收取的费用是 1.4%，这些来自基金投资者腰包的钱，喂肥了基金公司。博格深感失望，如此多的基金公司买卖股票太过频繁，这种做法会带来更多交易成本。如果再考虑到很多基金公司大约保持 8% 现金的普遍做法，博格接着说，投资者会得到更少。保留这些现金是为了再买股票，但在现金闲置期间，几乎不能给投资者带来利益。先锋 500 基金手头差不多不保留任何现金。

关于主动管理型基金的邪恶行为，博格喜欢引述其偶像之一——诺贝尔经济学奖得主保罗·萨缪尔森的话："从事共同基金这个行当，只有一个地方可以挣钱，就像一个脾气温和的人要待在酒馆里，只有待在一个地方，那就是吧台后面，而不是吧台前面。"



共同基金，无论是主动管理型还是被动管理型都是一种有用的创造发明，能让个人投资者从中获益，因为投资者的钱可以集中起来放入投资池中，由专业经理将其导向将来创造财富的生产性投资之中。专业经理广为传播这种说法。此外，若有一批股票下滑，没关系，投资池中还有其他更好的股票，可以抵消那些下跌股票的影响。至少，理论上是如此。这种理论要起作用，除非一个主动管理型经理在受到追捧的板块，或许像 2000 年的科技股板块中大有斩获，然后看着它滑落下去。

集中资金进行投资的做法已存在很长时间。2004 年，耶鲁大学的 K. 哥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特·罗文霍斯特发表了一篇论文，说明1774年荷兰人如何创立了一只信托，将资金不多的投资者的钱集中在一起。这只信托为在拉美经营种植园的风险企业提供资金，也购买中东欧的证券。这只名叫 Eendragt Maakt Magt 的信托，其名称的意思是“团结创造力量”，引来了大批效仿者。18世纪末，各种其他信托突然在欧洲出现，将资金投入新发现的有前途的美利坚合众国。

后来在美国，普通投资者可以买进投资池的股份，这些投资池的设立主旨在于从工业革命中获益。这类创造性产物，比如成立于1893年的波士顿个人财产信托，就是我们现在所谓的封闭式基金。资本通过发售确定数量的股份来筹集，但投资者以后不能撤资，若要收回自己的钱，唯一的选择是像对待其他股票一样，在市场上卖出股份。这些股本加上另外借来的钱，用于购买一批很少对之做出变动的股票。

第一只现代共同基金是麻省投资信托，于1924年首次亮相。按照我们现在称之为开放式结构的设置，投资者可以将资金投入这只基金，也可以从中撤出资金，一如投资者对待自己的银行账户。交易日结束时，基金份额的价值，通过将其投资组合内的股票或债券价值进行加总计算得出。麻烦的是，以前在股市热火朝天的20世纪20年代，发售这些基金的银行都有一个坏习惯，总是给客户借太多的钱，好让他们能够买入这些产品，这种情形很像21世纪头10年次级抵押贷款公司在住房市场繁荣期间的作为。你猜接下来发生了什么？灾难。20世纪三四十年代，基金和股票在美国家庭里，基本上像蟑螂一样遭人厌烦。

因为伤感于大萧条的恐怖秀，特别是其1929年股市大崩盘的开场表演，国会为后来基金业的繁荣发展打下了监管基础。为了恢复人们对这个很小又似有前途行业的信心，国会通过一部为基金设定标准的法律。1940年颁行的《投资公司法》，其关键部分在于，基金必须披露自己的财务情况。根据法律，披露要求准确。在此之前，人们只能接受坐在出纳员窗口的那个骗子说的话，相信他兜售的基金很结实，并没有装满锯末。

20世纪50年代，纽约证券交易所受不了一再纠缠，便启动了一个计划，同意雇主公司让雇员能够做自动式投资。一笔固定数额的钱从工资单上扣除，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于购买个股。这个计划有句格言，叫做"在美国公司中拥有你自己的股份吧"。当时，共同基金不太多，到1960年，仅有150只。扣除部分工资用于投资的做法，后来有助于401(k)退休金计划的发展。这种扣除安排，有一个受大众欢喜的优点：定期投资不管是在阳光灿烂的日子，还是在风雨如晦的时候，都能利用"等额平均成本法"（dollar-cost averaging）的好处。持之以恒地积累股票（在熊市期间，同样数额的钱可以买入更多股票）旨在随着时间的逐渐推移，让你在经济上走得更远更好。除非市场解散，但那是另一回事。

美联储也帮了基金业的忙。20世纪70年代，通货膨胀严重，给股票市场带来不利影响，股票价格的下跌致使投资者躲开股票，投奔安全性高的短期国债。美联储下定决心要削弱通货膨胀的影响，不希望短期国债的需求不断攀升；新买家的抢购大幅抬升短期国债的价格，因此拉低了短期国债的收益率。美联储希望短期国债的收益率尽可能达到最高水平，以遏制恶劣的通货膨胀。对短期国债的巨大需求，却往往使美联储与通胀作斗争的努力得不到明显效果。

为了消除这个恶性问题，美联储将短期国债的最低购买价提高10倍，达到1万美元。这起到了预期作用。华尔街做出反应，创造了货币市场基金——这也是一种投资池，它让投资者得以拥有新近收益率很好的短期国债，以及其他产生很高利息收入的金融工具。货币市场基金的成功，大大推动了已存在多时、爱处理难题的集中投资方式的发展，使其得到了更多大众的欢迎。

投资界的民主化也助了基金业一臂之力——这种民主化是卖股票的那帮人收入突然下降导致的结果。1975年，股票经纪人收取固定佣金的制度被废除，值得称赞的老式价格竞争开始产生作用。竞争压低了交易佣金，提供全面服务的经纪券商，对购买100股股票的小打小闹的散户，不再像以前那样感兴趣。但是，虽然大型经纪券商追逐乡村俱乐部会员的超大规模交易，其他经纪券商还是赶紧跳进去，填补小散户交易的真空。像嘉信之类的折扣经纪券商以及富达和先锋集团之类的基金管理公司，聚集了普通人的大量投资资金。开始时，折扣经纪券商主要是兜售个股，后来又大卖基金，认为基金对芸芸众生来说是极好的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后在1978年，国会又制定了一个新的退休金计划。该计划能给特别注重节省的公司雇员存下几美元，依赖工资扣除高效积累投资，顺便提一下，该计划也把公司雇员引见给了充满风险的疯狂投资世界。立法者创造了401(k)退休金计划，使公司雇员得以存下一小部分收入，这部分收入直到退休后提取时，才缴纳收入税。这类资金多数进了共同基金，而不是投资单个证券，因为投入基金很容易。雇主公司会给雇员提供一份挑选基金的名单。

公司喜欢401(k)计划，因为相较于公司需要缴钱还要加以管理的老式养老金计划，该计划代价更小。老式计划被称做固定福利计划，雇主公司必须保持积累一笔受到高度监管的资金，在雇员退休后，根据雇员以往工资和工作年限，向雇员支付退休金。你可以肯定，自己会得到一笔确定的金额。有了新的401(k)计划，公司会像背台词一样对雇员说，这个计划给他们自主的权力，自己管理自己的退休金，甚至还可以积累相当不错的财富。自然，这需要市场之神同意。

传统的固定福利计划，能给公司雇员提供更多的确定性，尤其是联邦政府还在背后为雇员撑腰，便更是如此。固定缴款计划，也就是401(k)计划，让公司雇员有机会感受市场力量的刺激。安然公司的员工就看到自己的退休金遭到了蹂躏，因为很多养老金都投在这个邪恶公司的股票上——除了联邦调查局调查员耸耸肩说“现在开战”之外，没有任何补救的办法。由于安然事件造成了混乱，并且科技股崩盘，乔治W.布什试图对社会保障做一些变动，以便其信托资金能投资于市场，但他失败了。倘若他成功了，2007～2009年的市场内爆，会使反华尔街的怒火烧得更加猛烈，达到暴力斗争的程度。

事实上，基金现在仍是401(k)计划的首选工具。以税法中一节编号命名的401(k)计划之所以流行开来，一个原因是该计划一看就能让人明白，很容易把握：你可以在每月报表中，看到你的退休养老钱投资表现怎么样。20世纪80年代中期，401(k)计划只有800万参与者，1 000亿美元资产；20年后，有7 000万人加入其中，资产达3万亿美元。

401(k)计划参与人数的上升，还有一个更大原因，就是市场尤其是股票市场，其上涨会超过下跌。共同基金从20世纪80年代的牛市中得到了很多助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，这波牛市刺激得人们大为兴奋，觉得这些新近焕发出魅力的资产池让人感受到它们既安全又有前途。20 世纪 90 年代的科技股繁荣，以及 21 世纪头 10 年中的住房市场狂热，推动股票达到新的高度。是的，一路走来，市场有了几次着魔的经历。但是，博格及其追随者有一套强有力的理由，说明无论市场是熊市还是牛市，指数基金都是用来投资的钱该去的地方，而卑鄙龌龊的主动管理型基金却不是。



关于主动管理型基金以及其他卑鄙之辈的罪恶，博格所做的控诉，让人想到他受过良好教育，措辞技巧娴熟。对冲基金界杰出人物彼得·彼得森，给博格的著作《为资本主义灵魂而战》一书写了序言，用长篇文字对博格所见到的很多罪恶，做了博格式的申讨，他引用博格引用过的笛卡儿的话说："人无法理解妨碍其收入的任何观点。" 在博格看来，不好的基金经理会像把拉链拉上拉下一样，快速买入卖出股票，根本不关心长期问题——他的意思是说，基金业已从一个"拥有股票"的行业，变成一个"租用股票"的行业。基金经理当中的不良行为，比如那次基金丑闻中所见的恶行，引得博格说起了俏皮话："是坏了几个苹果，还是整篮苹果都坏了？"

博格相信，基金业的问题已扩展至整个美国公司界。他在书中写道，以前，"所有者资本主义"是普遍存在的现实，出钱并承担风险的人获得由此而带来的回报。现在，他悲叹说，我们有"经理人资本主义"，管理基金或管理公司的那些家伙得到巨额报酬，哪怕他们失败了，也是如此；投资者亏了钱，但这些首领照样拿到极棒的工资和奖金。一般大众只是偶尔才注意到这种情况。这次金融危机给经济、市场和养老金计划带来灾难之后，一般大众为华尔街大人物膨胀的一揽子薪酬感到愤愤不平，抗议之声嚷成一片，即是证明。

"机构投资者，特别是基金，在美国公司界扮演的角色非常奇怪。" 博格评论说。持有上市股票最多的前 25 名股东（其中规模最大的是富达集团、普信集团和博格的先锋集团之类的基金管理公司）拥有大量不同的股票。但是，尽管这些机构纸面上握有重大权力，却费尽心机地不去使用。在委托代理人与顽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固的管理层作斗争时，很少有基金管理公司站在持异见者一边。

博格评价这种局面时说："我们的巨型机构，其行为表现与其说像金扬，不如说像巨猩乔扬——乔扬这只凶狠的大猩猩是1949年同名电影中的主角。"巨猩乔扬听到歌曲《美丽的梦中人》时，不是大发雷霆，不是横冲直撞，而是被哄骗得平静安详，言听计从。令人悲伤的是，在公司界各种劫掠、蹂躏和破坏性恶行成为媒体头条新闻时，博格指出，"我们从投资机构里听到的唯一声音，是沉默的声音"。

主动管理型基金都在忙于设法快速赚钞票。博格确实言之有理。太多的基金管理公司不是使用自己的力量去改革美国公司界最恶劣的公司，而是跟随市场的波动快速出手，交易起来像发情的老鼠，挑进挑出股票，寻觅突然出现的可以牟利的一点点股价上涨。博格制作了图表，说明基金投资组合周转率发生了怎样的变化。这个比率曾经数十年每年大约为15%，即便在狂飙突进的20世纪60年代，也是如此。不过，自从20世纪90年代末以来，这个数字已蹭蹭蹭地陡升至100%多。换句话说，一般基金管理公司每年会将其所持股票整个儿换一遍。

每当出现这种疯狂的换股时，主动管理型基金的费用便会上升。为了做成交易，它们得支付交易费。就多数主动管理型基金而言，每年大量的交易成本会助长费用远远高于资产的1%。而多数理财策划师认为，1%是一个基金投资者应该支付的上限。

更有甚者，当基金以高于初始购入价卖出股票时，投资者就得缴纳资本利得税。比方说，2009年3月，你的基金以每股15美元的价钱购买了思科股票，一年后以25美元卖出。那10美元的资本利得会转给你这个投资者。我们想象一下这只基金2010年总体上亏钱的情况，因为一大堆乱七八糟的坏股票毁了思科股票带来的利润。没关系。一般情况下，受凌辱后必再受伤害，你还在税务局征收思科利得税的那只钩上。

主动管理型基金很会耍滑头，善于吸走本该是投资者的钱。"成本高比成本低好。"博格宣称，并且感到绝望，基金业只关心如何增加自己可以弄到的钱。1980年，基金业硬是给投资者玩了一个拙劣的花招，向他们收取12b-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费。该项收费之所以得名，是因为证券交易委员会制定了一个规则，允许基金收取这项费用。有了这项收费，基金公司便将营销费用转嫁给了投资者——营销费用的用途在于向媒体支付广告费，吹捧基金；给理财顾问支付佣金，好让他们推荐基金，甚至是向投资者邮寄基金发行说明书。12b-1 费是在常规管理费之上收取的费用，而基金从投资者的资产中收取常规管理费，是为了给基金经理支付薪资，让办公室里的灯一直亮着。

以前在 1980 年，证券交易委员会认为，12b-1 费是一个很好的构想，因为在这个年代，股市受滞胀经济形势的严重拖累，12b-1 费有助于扭转投资者从基金中大批逃离的趋势。这个构想的思路是，更多的投资者资金会受到诱惑而投入基金，基金因此便能够通过规模经济，以更低的成本为这些资产和客户提供服务，从而整体上降低基金收费。

这一设想并没有真正实现。主动管理型基金的管理费仍居高不下，而收费系列中的 12b-1 费已变得很顽固，大约有 70% 的基金收取这项费用，以便榨出自己的毛利。证券交易委员会也不时地为 12b-1 费感到头疼，已两次（分别于 1990 年和 2004 年）发布报告，质疑投资者是否从这种损耗其资产的做法中得到了利益。《华尔街日报》投资专栏作者杰森·茨威格说，投资者支付 12b-1 费的前后过程，“有点儿像为买一辆雪佛兰轿车，支付 100 美元的附加费，于是通用汽车公司便可以继续将雪佛兰轿车卖给其他人”。

你也许会想到，作为基金行业团体的投资公司协会在成本问题上，不与博格以及同样批评基金业的人一样，站在严厉的立场上。根据投资公司协会的计算，基金费率实际上是下降了。这家机构耍了点小聪明，拿从投资者身上收取的总费用除以基金总资产，而随着时间的推移，基金总资产的增长速度比收取的费用要快得多。博格和其他批评者很鄙视这种计算，说这是自私自利，是误导。“和可能有的最大分母基金总资产相比，差不多任何分子都看起来很小。”他评论说。有些投资者的确转而投向更便宜的主动管理型基金[⊖]，但博格在基金业没看到有多少价格竞争。让人悲哀的事实是，多数投资者看不懂费率结

⊖ 这个提法前几年多用“积极管理型”，现在业内多用“主动管理型”，与指数基金的“被动管理型”相对应。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构，而基金业也很少选择去给他们讲解。博格相当刻薄地补充说："较大幅度的费率削减……令人瞩目，因为这还没发生。"

博格控诉主动管理型基金的核心点是业绩问题。拿 Nuveen 中等市值精选基金（以前叫美国第一中等市值精选基金）来说，21 世纪头 10 年期间，这只主动管理型基金努力做到了几乎每年亏损 13%，比标普 500 指数损失 1% 差得很远。该基金使劲地折腾自己持有的股票，年周转率高达 154%。它向投资者收取 1.4% 的年费，当投资者买入基金份额时，另收 5.75% 的费用，这笔巨大的费用称做"前端手续费"。当然，业绩极好的主动管理型基金也能找到，比如 CGM Focus 基金，在这焦土一片的 10 年里，它年均 19% 的上涨几乎超越了其他所有基金。基金经理肯·希伯纳（Ken Heebner）实现如此辉煌的业绩，靠的是 2007 年和 2008 年偏仓持有石油股，当时这类股票正在攀升，然后转仓吃进金融股，因为金融股走出资金困境后开始回升。

那么，对于第一流的主动管理型基金，你能指望它们将如此骄人的业绩保持下去吗？不清楚。长期以来，学者和市场专家做了研究，想知道在主动管理型基金表现出色时，基金经理的能力起了多大作用，有多少运气是支配性因素。摩根士丹利所做的一项研究，涵盖 1994～2007 年这一时间段，发现业绩最好的 10% 的基金经理，在此期间的表现始终处于前列。不过，让人感到困扰的是，在业绩垫底的 20% 的基金经理当中，很多人最终表现也很不错。原因可能是，处在垫底位置的基金经理，其所持股票先是失宠，然后，随着行情发生转变，再度受到喜爱。换言之，这些基金经理在连续熬过一段难挨的时光后，运气好起来了。

然而，通过随机选择，理财顾问简报《顾问视角》将 2006～2009 年表现好和表现差的基金一优一劣两两配对，做了业绩比较。比较的结果常常发现，一只评级低的基金（由基金研究机构晨星公司的评级系统做出评级，该系统根据基金以往的表现，由劣到优授予 1～5 颗星），表现要优于一只星光熠熠的基金。即便是晨星公司也承认，这只胜出基金的以往表现，不能用来预测其将来的业绩。

2009 年，芝加哥大学的尤金·法玛和达特茅斯学院的肯尼斯·弗伦奇做了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个研究，发现除业绩最优的3%基金以外，很难判断是运气还是能力导致基金有了不同表现。法玛被视为有效市场假说的首创者，认为股票波动很大程度上受随机性的影响，他在推销这一信念方面有既得利益，但关于基金的这个研究分析令人信服。深受夸耀的比尔·米勒，其2008年的业绩表明，即使是最优秀的投资明星，也有是人便有的脆弱，也会做出糟糕的时机选择，因此备受折磨。回想一下，在一家家银行纷纷屈服于信贷危机造成的困境之时，他却对金融股的内在力量给予了那么多的信心。

基金公司的营销部门并不羞于散发着洋溢的热情，靠那些12b-1费的援助，为主动管理型基金的业绩记录大做广告。多少广阔的树林丧生，被捣成浆状，制成新闻纸，基金公司就在这纸上尖利地嘶叫自己创下了多么骄人的业绩，饰以晨星公司评级系统授予的光芒灿烂的星星。整版广告照例会有自我庆贺式的胡扯，什么“业绩胜于雄辩，”什么“全球股票基金排名第一”之类，废话连篇。在这些广告的下端，用小得多的字体，印出免责声明，说是过去取得的成绩不保证将来的结果。

据威克弗里斯特大学和亚利桑那大学三位教授所做的一个研究，这种警示性话语并没有足够的力量去阻止投资者被误导。在这个涉及500人的研究中，有些人被出示带有警示性话语的广告，有些则没有。每一组被调查者，无论是受到警示的，还是没有受到警示的，同样都倾向于相信，在决定把钱投入基金时，基金过去的表现是一个重要的影响因素——这意味着警示性话语起不了多大作用。

在金融咨询顾问拉斯洛·比利伊看来，主动管理型基金的自我打扮太过分，让人无法忍受。他谴责说，这些基金“首先都是些营销机器，其次才是投资机器。他们总是向客户鼓吹买入并持有基金的好处。这意味着，基金经理可以扣动扳机，但基金投资者应该原地不动，如此年复一年，便能带来稳定的资产流和费用流”。



博格坚定地相信，很少有人能战胜市场。他的信念源自法玛和其他一些人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的学术研究，但尤其是源自同为普林斯顿大学校友的伯顿·马尔基尔的学术研究。马尔基尔现在是这个常青藤大学的教授，也是有效市场假说的主要推广者。他的著作《漫步华尔街》[⊖]，于1973年首次出版，很快便成为有关投资的核心必读书之一，第十版于2011年面世。博格说："马尔基尔，使我的想法变得更加清晰。"这位学者在先锋集团曾在相当长一段时间内担任董事。

学者们发表了很多专题文章，表明随机选择的股票如何跑赢了主动管理型基金。《华尔街日报》曾在多年里举办一个特色比赛，让四个专业经理与偶然选择（朝墙上张贴的股票列表投掷飞镖确定）的股票对垒，较量业绩表现。每个专业经理独立选择一只股票，投出的飞镖随机确定四只股票。六个月后，算出总成绩，股票红利不包括在内。100场比赛之后，飞镖赢得其中61场。有人说这里的方法论有问题，比如，抱怨六个月太短，不能评判一只股票的表现。不过，随着时间的推移，很多投资者渐渐地认同打败市场是一个愚蠢的目标，便将自己的钱集中投资于指数基金。

使指数化投资成为现实的氛围，经过数年时间才逐渐形成。马尔基尔在其著作的第1版中，呼吁创造指数基金，他说："我们所需要的是一种不收手续费、管理费尽可能低的共同基金，这种基金只是购买数以百计的构成股市大型平均指数的成分股，不会为了试图逮住'有望获胜的快马'而不停地换股。"马尔基尔的作品通俗易懂，他善于将深奥难解的专业文本，转化为可读性很强的文字，因此与法玛相比，更能让有效市场假说为大众所认识。深受人们赞赏的保罗·萨缪尔森，1974年在《投资组合管理》杂志刊登一篇文章，正式支持马尔基尔的主张。他大力挞伐多数基金经理的智慧，并补充说，若要让常常受到欺骗的小投资者受益，投资界需要的是指数基金。

1976年，博格获得证券交易委员会的批准，发起设立指数基金。但开始时，他很难让投资者支持他想出来的这个好主意。然后，《福布斯》杂志救了他。这家杂志多年前曾给了他启发，在普林斯顿大学写出一篇有关共同基金的论文。他很高兴，看到该杂志刊登了一篇文章，题目叫《指数基金——一个时

⊖ 本书中文版机械工业出版社已出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机成熟的构想》。这家令人尊敬的工商业“机关报”，其背书产生了强有力的效果。博格突然间毫无困难地募集了资金，让先锋500指数基金破壳而出。马尔基尔在该指数基金获得成功之后的再版著作中宣称：“你现在可以既方便又便宜地买到市场了。”

这完全符合事实。先锋500指数基金，现在管理着1 060亿美元资产，每年仅收取费率为0.18%的管理费。它调仓换股，是为了与标普500指数的变化相适应，每年周转率只有12%。近来，博格变得更喜欢涵盖股票更多的威尔希尔5000指数，它将标普500指数排除在外的规模更小的股票也编入其中。该指数由5 000只股票构成，除了非注册发行的“仙股”（penny stock）之外，几乎包括了每一只市场上的股票。先锋集团现在恰巧也有一只跟踪威尔希尔5000指数的指数基金。自20世纪70年代中期以来，先锋集团设立了一批不同的指数基金，指数成分股或是小型股票、外国股票，抑或是债券。根据标准普尔公司提供的数据，在21世纪头10年的每一种市道里，这些指数基金均轻易地战胜基金界其他投资同类股票的基金。

不过，一种新的指数基金又被发明出来，博格感到很不安，这就是交易所交易型基金。这类基金比传统的共同基金更加灵活，本质上还是指数基金（只有少数是主动管理型投资组合），日间在证券交易所交易。你不必等到交易日收盘，便可以看到你所投资的基金的价值。很多交易所交易型基金，与常规的指数基金一样成本低廉，有些甚至更便宜。这类基金最早出现于20世纪90年代初，此后大受欢迎，尤其受专业交易者的喜爱，他们用来作为对冲手段。博格从先锋集团的掌舵人位置上退下来之后，继任者杰克·布雷南于2001年，推出一系列以指数为基础的先锋交易所交易型基金。

这个举动让博格大为烦恼。先锋集团新推出的这些基金品牌名叫做VIPER，这是Vanguard Index Participation Equity Receipts的首字母缩略词。这个词似乎让博格很自然地就联想到恶毒的大蛇。在他看来，交易所交易型基金与指数基金的真意背道而驰。这种基金中的股票当然不会做太大的变动。但他感到担忧的是，专业交易者进出这类基金的次数，比美国网球公开赛上一只网球被击打的次数还要多。像股票一样，交易所交易型基金也能被做空，换言之，交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易者利用它去赌指数下跌。博格悲叹说，一般股票持有期是456天，而有一只交易所交易型基金，追踪纳斯达克100指数中市值最大的科技股，周转率竟是四天。“在设计一种要出售的产品与创造一种提供服务的投资品之间，”他在书中写道，“有着决定性的差异。”

这种多动症意味着，有些交易所交易型基金波动性太大，不适合普通投资者。它们的价格上下变动太快，指数中所含股票的波动远远无法对此给予合理解释。



现在说几个应该警惕的问题——跟常规指数基金有关，不涉及交易所交易型基金。并非每只指数基金都参加天使合唱团。有些指数基金并不紧随它们追踪的基准指数，这种不足叫做“追踪误差”，首先会削弱持有指数基金的优势。之所以如此，一个原因是，有些指数基金与博格式的做法不同，收取很高的管理费，这会逐渐侵蚀投资者的收益，使之达不到基准指数的水平。

另有一些指数基金规模不够大，在重新调整资产组合的时候（此时，为了确保与基准指数成分股的变动一致，基金经理需要卖出老股票，买入新股票），缺乏财力进行顺畅的过度。对指数基金来说，这种转换期有时可能让其感到很惊险，因为市场预计它们有重新调整组合的要求，于是，它们必须买入的股票会提前被市场推高，买进来代价便更大。大型指数基金，如先锋集团之类，会利用期货合约来消除这种潜藏的危险。并非每个指数基金都有买入期货合约的必需资金。

有些指数基金，未将基准指数中每一只成分股都包含在投资组合中，这也会产生追踪误差。这些指数基金通过神奇的数学魔法，为图便宜，复制基准指数的波动，投资组合内股票或许只有一半指数成分股。它们这是力求做到少花钱多办事。有时，这会产生预期效果，有时不会。

举一个长期达不到基准的指数基金例子。有只叫DWS标普500的指数基金，收取很高的费用，但这无济于事。相当高的0.62%的年费（就被动式管理的投资组合而言），很可能是造成追踪误差的罪魁祸首。该基金还向人们收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取4.5%的前端手续费，一开始便从人们的投资中挖掉一笔钱，这样一来，可用于操作的钱便更少。截至2010年年底，DWS基金在3年、5年和10年间，其收益率都落后于标普500指数半个百分点左右。听起来，半个百分点或许不大，但长期里经过复利累积，结果会非常可观，而投资就是这样为你创造财富的。

从广义上来说，指数基金能在多大程度上胜过主动管理型基金，取决于指数本身的表现。业绩最优的指数基金，很明显，属于表现最好的指数。位于圣路易斯的Hammond Associates公司有位理财顾问，名叫威廉·撒切尔，他计算出1998～2007年连续10年间，不同类型指数的表现数据。中等规模的公司，即中等市值的公司，在这段时间表现最佳，这期间的显著特点是科技股崩盘、住房市场引发的问题开始显现。

标普中等市值400指数是这些股票的一个评判基准，年化回报率为11.2%，打败了78%的主动管理型基金。但代表大市值成长型股票的指数，即标普500成长型指数，只带来了4.8%的年化回报率。65%的主动管理型基金表现好于该成长型指数，这说明“月亮运行到恰当位置”，便能偏袒主动管理型基金，并支持它们拥有其大肆吹嘘的行动自由。

从更广的意义上说，指数基金有一个结构性缺陷，当市场由繁荣转为萧条时，这一缺陷最为明显。指数基金在牛市期间，会使你的投资过度曝光于最热门的股票，因此当市场出现自我矫正或崩盘时，就会让你的投资不成比例地置身于受灾最重的区域。1999年，网络股泡沫处于巅峰期，先锋500指数基金有30%的资产投在科技股上。那都是些最性感的股票，投资者将它们捧上了天。

我们知道，网络股泡沫一旦破裂，便引发先锋500指数基金出现令人眩晕般的跌落。它跌去了一半。同样道理，2007年，金融股在先锋500指数基金的投资组合中占23%的比例，结果也一样，极其糟糕。这些股票几乎呈现戏剧性暴跌。2009～2010年，市场回升之后，这两个板块出现反弹，科技股上涨20%左右，金融股大约是15%。

我们在前一章看到，杰里米·西格尔试图弥补这种缺陷，他用一套不以市值确定权重的办法，帮助设立基本面因素加权指数基金——用盈利、股利或其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他衡量财务健全性的指标，来确定股票配置比例。他以前的死对头罗伯特·阿诺特，发起了一只稍有不同的基金。

阿诺特和西格尔的基金在金融危机的强力风暴袭来时，也是招架不力。不过，拿极端下跌的市道来做考验未免不太公平。他们的基金需要再过数年才能让人看清，是否能消除使指数基金偏向于最受欢迎股票的缺陷。

牛市让人欣喜，但有句古老的格言仍然正确：树不会长到天上去。如果指数成分股价钱昂贵，随后的收益会令人失望。据耶鲁大学罗伯特·席勒提供的数据，市场市盈率 1999 年年末达到 44 倍，不久即出现科技股崩盘，2007 年达到 27 倍，成了后来螺旋式恐怖下跌的先导。

反常的是，热钱的管理人和投资者，无论其是否为主动管理型基金干活儿，最终会影响指数基金持有人的命运。你可能以为，这些人既然多数是专业人士，对市场运行机制有很好的了解，能判断何时市场已有了很多泡沫，便能快速逃脱股票。儿童很早就懂得，碰触热炉子会难受。如果更多的主动管理型资金经理人，从价格过高的市场中抽身退出，而不是继续将市场推高，那么，在不可避免的暴跌中，受到伤害的投资者会更少。但是，我们在牛市中，极难见到有经理人想逆市场的势头而动。这样做会冒着丢掉饭碗的危险。结果便是：既然指数基金与市场的表现如何相关联，主动管理型经理人的集体行动便会影响指数基金的表现。

谁也不知道，多高算是太高。1996 年 12 月，美联储时任主席艾伦·格林斯潘在美国企业研究所做了一次著名的告诫性演讲，此时股票正攀上了高位。自 1990 ~ 1991 年稍有下跌以来，标普 500 指数已经上涨了一倍。该指数的市盈率已达 25 倍，大大高于历史平均水平的 16 倍。格林斯潘感到担忧，“非理性繁荣”已吸引人们的关注和兴趣。他做了这次演讲之后，短时间内，股票应声急跌。不过，谁要是这时退出市场，并一直待在场外，接下来看上去一定很傻。标普 500 指数在此后三年半的时间里，再度翻了一番。

撇开偶然的巧事不谈，指数化投资已在很长的时间里实践了诺言，满足了要求，让人无法视而不见。正因为如此，很多理财顾问会说，指数化投资应该处在任何投资组合策略的核心地位。博格在捍卫被动式管理的基金时说：“100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个善于挑选股票的人，在挑选股票时，难道不是不可避免地要以损害100个不会挑选股票者的利益为代价吗？整个股市提供的收益率，难道不是和善于挑选股票的人、挑选股票水平一般的人以及不会挑选股票的人，加在一起的收益率（未扣除成本）完全一样吗？”在某种程度上，博格说到点子上了。

小 结

- 约翰·博格于1976年发明指数基金，设立先锋500。该指数基金追踪标普500指数，此后受到其他很多基金的效仿。指数基金让投资者接触到整个广阔的市场，因此投资者投资于指数基金，其获得的投资多样性，会大于将资金投入根据策略而买入卖出股票的主动管理型基金。
- 指数基金的管理是被动式管理——其所持股票会自动地定期调整，以便与基准指数相匹配，不论基准指数是标普500指数还是其他指数。博格说，指数基金在追踪市场的过程中，产生的税收、成本和风险低于主动管理型基金。
- 指数基金的最大吸引力在于：它们常常会打败主动管理型基金；一般而言，70%的主动管理型基金表现不如标普500指数。支持主动管理型基金的人说，投资这类基金的诀窍是，找到胜过市场的那30%的基金。否则，他们说，你永远无法取得优异业绩。不过，要持续跻身于这神奇的30%，年复一年，是很难做到的。
- 共同基金起源于18世纪欧洲创造的投资池，很多投资池的设立，是为了将资金投入当时年轻而正在发展的美国。现代基金最初出现于20世纪20年代，但因大萧条的破坏，在多年里丧失了吸引力。随着401(k)退休金计划于20世纪70年代的发明问世，无论是主动管理型基金，还是被动管理型基金，均吸引了源源不断的大量投资资金。
- 博格批评主动管理型基金，说它们在徒劳地尝试跑赢市场的过程中交易太多。大量交易会增加基金成本，而基金成本的上升会侵蚀投资者的收益。大交易量也可能增加投资者就基金中的资本利得必须缴纳的税额。很多主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动管理型基金敲投资者的竹杠，通过收取所谓的12b-1费，利用投资者的资产去支付营销费用。这笔你额外支出的钱，会让你从主动管理型基金中获得什么呢？很难说。就主动管理型基金而言，它们确实会胜过市场，但不清楚的是，这在多大程度上缘于基金经理的能力，多大程度上是出于运气。

- 指数化投资的理论基础是有效市场假说，由一位名叫尤金·法玛的教授创立，受到另一位名叫伯顿·马尔基尔的教授在其著作《漫步华尔街》中的宣传推广。该假说的论点是：既然很少有投资者表现优于市场，那么通过指数基金而拥有整个市场，便是最为明智的。
- 指数基金也有些不足之处。有些指数基金与其基准指数不匹配，这种缺点叫做“追踪误差”。长期达不到基准对投资者不利，因为缺额长期里会带来复利影响。指数基金的另一个不足之处是，遇到牛市，你会过度接触到最热门的股票，当熊市来临时，就会带来问题，因为这些股票往往跌得最厉害。股票的估值很高时，随后的收益常常让人失望。既然主动管理型经理会给市场势头加上很多推力，那么他们便会影响指数基金的表现。主动管理型基金要比被动管理型基金数量多得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TAKING THE BEAST

第 4 章

从温和到狂野

债券振翅飞翔

尼克·卡拉韦，一个年轻规矩的耶鲁毕业生，出身于美国中西部一个富有家庭，20 世纪 20 年代来到纽约，从事债券这个行当。像尼克这样彬彬有礼、背景很好的人，做债券是一个合适的职业。他和自己的同龄人打交道，利用自己的家族血统和良好教养，把债券卖给这些住在公园大道和长岛北岸的上层人。

在那个年代，债券是一种上流社会持有的枯燥乏味的资产。本杰明·格雷厄姆之所以喜欢债券，是因为债券稳定，像铁路之类的优质公司或者像纽约城、财政部之类的强力政府实体，会发行一些"纸片"，经过一个为时数年的期间之后，这些纸片可以按最初投资的价钱赎回。在此期间，发行这种纸片的实体会稳定可靠地支付利息。尼克那些富有的客户会"撕下息票"——这是他们交换利息支付的凭证。这种纸片就是债券。

这是一个要求不高的行当。债券平淡乏味，因为没人想要它不平淡、不乏味。债券价格相当稳定，没有可能像"爵士时代"的股票一样，飙升至极高的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平。债券投资者看重的是可靠、周期性。尼克平和天真，认为自己是“我所认识的最诚实的一个人”。在那个时代，他卖债券是最合适不过的，因为在富裕的北岸西卵和东卵镇上，在热火朝天的20年代快节奏的生活氛围中，他是一个举止得体、严守秩序的偶像。作为F. 菲茨杰拉德经典小说《了不起的盖茨比》中虚构的叙述者，他看到自己周围全是醉生梦死的享乐，便不由地畏缩退避。邻居杰伊·盖茨比既富有又神秘，并不非法贩卖债券；他是一个非法酒商，历史复杂，有一些卑鄙的生意伙伴，热衷于搞阴谋诡计。后来事情出了岔子，盖茨比被人杀死。尼克带着嫌恶离开纽约，回到更严肃呆板的中西部家乡，大概会平静地卖着债券。

尼克·卡拉韦若待在21世纪的债券世界，恐怕也一样不会自在，因为今天债券世界里的生活，完全与盖茨比家举办的派对一样，让人感到兴奋刺激。现在，债券也像杰伊·盖茨比本人那样复杂，有时又像他那样危险。

如今主持债券的，绝不是像尼克·卡拉韦一样温顺的人。以“债券之王”而知名的比尔·格罗斯，及其不时会陷入混乱的王国，根本不呆板乏味、循规蹈矩。他大大改变了债券交易的方式，给债券注入了一些活力。他向人们展示，投资者如何能将平淡乏味的“纸片”变成真正的财富。

全球最大的债券型基金（资产达2 380亿美元），名叫太平洋投资管理公司整体收益基金（Pimco Total Return），格罗斯正是管理这只基金的头儿。该基金属于太平洋投资管理公司旗下的基金家族，所有基金总资产超过1万亿美元，格罗斯作为首席投资官，监管所有这些基金。他经常在CNBC投资频道露面，每一次发表意见都会在全球引起巨大关注。

他是一个行为古怪的人，在公园大道时尚的氛围中，不像尼克那样能融入其中。他厌恶没意义的闲聊，在社交场合不是显得沉默寡言，便是显得极其别扭。他总是敞着领口，领带松松地挂在脖子上，仿佛一条长围巾，有时会不穿鞋只穿袜子，在太平洋投资管理公司交易大厅里四处悄悄地走动，给人的印象好像是来自加利福尼亚州、住在乡间的城里人，放松而平静。他往往会做禅宗式的静坐默想，每天做瑜伽伸展身体，以此作为养生之道。

比尔·格罗斯长期统治着债券王国，时间几乎长达40年，其间发生过很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多大事。从疯疯癫癫的债券世界里赢得令人目眩的业绩，绝非轻而易举的事情。即便在市场和经济很不景气的时期，他也在多数时候取得了成功。2008年是令人深感恐怖的一年，那么多股票型和债券型基金亏损巨大，格罗斯的旗舰整体收益基金还是赚了很多钱，利润达总产值的4.3%。这正是抵押贷款支持证券像腐烂的水果爆裂的时候。投资者恐慌不已，都在廉价抛售公司和地方政府发行的其他债券。没有新券发行，因为人们对待债券，就像对待生锈破漏的桶里装的有毒废物一样。

无论是阳光灿烂，还是风霜雨雪，格罗斯赢得的债券收益率，都像牛市中股票收益率那样让人垂涎欲滴，他是如何做到这一切的？他是个赌徒。但不是那种颓然趴在拉斯维加斯铺着毛毡的赌桌边，孤注一掷，要么暴富要么完蛋，把整个身家性命都押上去的赌徒。格罗斯像一个玩21点时用的算牌器。他年轻时还真赌过21点，那时他是一个冷静的玩家，会研究21点的玩法，计算概率，然后一连串地下注，金额都不大，整个晚上输多赢少。他的这套玩法已给债券世界带来了新气象，即使他将来离开债券界，也会延续很长时间。

在股票市场，人们可以列出一长串具有统治力的人物，这些人物如沃伦·巴菲特、比尔·米勒、约翰·坦普顿、约翰·博格等，都能对股票市场产生重大影响。但在债券领域，谁的影响力也比不上格罗斯。他玩债券，如同挑选股票的人管理一个组合，会在某只债券尚未成为热门时提前介入，当价格出现陡升之后将其抛出。他从巴菲特那儿学来一招，将股市价值投资的策略应用于债券投资。他常常找到价值低估的好债券，以很便宜的价钱吃进。价值型投资，要求坚持使用这种模式的人，为找到价值低估的好东西，采用严格的数学分析，而格罗斯就擅长数学。

当然，股票投资会涉及一个人性因素：股票每天都有大量交易，这些交易常常因市场情绪潮流的影响而受到裹挟。2009年年初，股票波动反复无常，有力地说明了这一点。当时，国会为拯救受伤的银行，绞尽脑汁地要制定一个新的一揽子救助计划，哪天出来一则有希望的好消息，股票便上涨，第二天市场传言又有新的不利情况，股票便跟着下跌。但是，债券交易不像股票那么迅速，通常从第一天到第二天，价格不会急剧变化。债券价格与利率水平和通胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期关系更密切。格罗斯富有洞察力，能看出不同类别的债券，随着时间的推移，会有怎样的表现，而且他能对之加以利用。

从20世纪70年代开始，格罗斯便大胆地在不同类型的债券中进行投资，当时行动迟缓庄严的债券经理从不做此尝试，他由此给债券投资领域带来了震动。那些债券经理像卡拉韦一样，更愿意买入一堆蓝筹债券，然后坐在债券上，满足于收取利息。但自20世纪70年代开始，一大批各种新的债券工具涌现出来，格罗斯从未怯于涉猎其中。有时，他突然转向，介入垃圾债券。这类债券收益率很高，因为评级很低，违约风险比一般债券更大。有时，他进入抵押贷款支持证券，也就是将房屋贷款打包变成的债券。或者，他会退守美国国债。这类债券被视为最具安全性，几乎不存在违约风险（不支付利息的风险）因为美国政府总是可以印出更多钞票。格罗斯通常都能展现出敏捷的才智，在这些东西爆炸之前，将它们脱手，比如20世纪90年代初的垃圾债券、2007年和2008年的抵押支持证券尚未崩盘时，他便成功地抽身而出。

2009年，美国政府手忙脚乱地支撑金融系统，格罗斯在盘算一番之后冒了一个险：投资于国会用纳税人的钱进行救助的问题金融公司发行的债券。他之所以这样下注，是赌联邦政府不会听任这些公司沉沦下去，不论它们是保险公司美国国际集团，还是抵押贷款巨头房利美，抑或是银行业大型综合公司花旗集团。他购买的花旗集团债券很便宜，1美元按60美分左右的价钱卖，有着极高的收益率（支付的利息除以债券价格的比率），每年高达13%，并没有多少投资者愿意冒这样的风险，格罗斯愿意。

格罗斯在很多人明白之前看到，美国政府打算在经济中发挥更大作用，因为经济受21世纪头10年各种过度行为的影响在蹒跚而行。他之前已雇用了美联储前主席艾伦·格林斯潘，不过，有些人后来说，格林斯潘帮忙制造了导致经济混乱的住房市场泡沫。但格林斯潘是才华横溢的有智之士，格罗斯在财政和货币政策方面，不断地向他咨询专业见解。同样，格罗斯于2009年年末也把尼尔·卡什卡利（Neel Kashkari）引入公司董事会，此人曾在布什担任总统期间，主持联邦政府的财政救助事务。《纽约时报》引用布鲁金斯学会道格拉斯·艾略特的话说，卡什卡利会有助于太平洋投资管理公司，因为他“懂得政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府可能会有什么样的行动”。

格罗斯雇用格林斯潘和卡什卡利，说明他远非在演独角戏。他常常将金融界一些最聪明的脑袋招至麾下。穆罕默德·埃尔埃利安㊀，担任太平洋投资管理公司新兴市场投资部的头儿时战绩辉煌，离开后管理哈佛大学捐赠基金，又获得了引人注目的投资业绩，然后他接受劝说，重回太平洋投资管理公司，现在是公司首席执行官。他比格罗斯年轻 15 岁，被认为是格罗斯的接班人。

“债券之王”格罗斯，让太平洋投资管理公司的业绩始终保持着一份神秘色彩，对他自己的公众形象也是如此。他不是一个墨守成规的人，人们不易预测他的未来行动。他做什么事情，乍一看，原因很模糊，甚至非常奇怪。他曾多年蓄着八字须。后来 2009 年，在经济危机处于底部时，他把小胡子剃了。为什么？他在写给太平洋投资管理公司股东的信中说，他母亲“以前看过太多陈查理（Charlie Chan）的电影”，认为“男人上唇留着胡子，让人觉得可能不诚实、不正派”。



格罗斯 1944 年出生于俄亥俄州米德尔敦镇一个中产阶级家庭，数学能力总是很强。他遭遇一次严重车祸之后，在数月康复期里，这种能力变得更强了。在杜克大学读大四的时候，有个寒冷的晚上，他正开着自己的纳什漫步者牌轿车，突然碰到一处结了冰的路面，车子打滑，撞上迎面而来的车辆。他从挡风玻璃中摔了出去，头皮几乎全被削掉，面部严重损伤，一边肺叶突然萎陷。他数次住院，多次接受植皮治疗，在身体恢复期间，迷上了一本书。这是为有志于玩好 21 点的人写的书，名叫《战胜庄家》。书中教导如何算牌，好让玩家随时知道已发出哪些牌，并计算赢得下一手的概率。

格罗斯在拉斯维加斯赌桌旁度过了六个月，渐渐琢磨出自己的一套投资方法。那时，他每天花 16 个小时玩牌，观察其他参赌的人。他注意到，很多一道玩牌的人往往会输，因为他们更多地受情绪而非理智的驱动，每次下注都很

㊀ 穆罕默德·埃尔埃利安著有《碰撞——世界金融新版图》一书，已由机械工业出版社翻译出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大。格罗斯下注，从来不会超过2%的筹码，并慢慢算出庄家还剩下哪些牌没发出来。如此一段时间之后，他把最初的200美元本钱，变成了1万美元。在海军小炮艇上完成在越南的兵役之后，他用赌博赢来的钱，读完加利福尼亚大学洛杉矶分校的工商管理硕士课程。

20世纪70年代初，格罗斯开始踏上职业生涯之路，在位于加利福尼亚州新港海滩（Newport Beach）的一家称为太平洋互助的保险公司，担任初级债券分析师。由于更喜爱加利福尼亚州的生活方式，他一点儿也不想去纽约闯荡。那时就业市场很紧张，但他母亲在离家短期看望他的时候，留心到太平洋互助保险公司的招聘广告，便叫他去申请。他不是很乐意，却被录用了。

长期以来，人寿保险公司偏爱用债券来支持自己的保单，因为债券会稳定地支付利息。同样的利息年复一年地积累，可以为寿险保单和年金提供资金来源。这一切都非常有效地运行着，直到20世纪70年代邪恶的两位数通胀呼啸而至。突然间，通胀达到14%，一份与年息5%的债券捆绑在一起的保单，看起来便不是很好了。

太平洋互助保险公司债券组合的价格开始下滑，因为付息更多的债券，以及旨在更好地跟上通胀步伐的金融工具，如定期存单之类，对于买家更有吸引力。太平洋互助保险公司的组合经理自问，是否该亏损抛售所持债券，同时追逐利率更高的品种。麻烦的是，利率反弹得很厉害。买下一只利率为13%的债券，下个月看到更新的债券出来时利率是16%，便会让人咬牙切齿、愤恨不已。

格罗斯去找几位上司，谈一个想法：给他一些启动资金，让他自由地交易债券，就像做股票一样。他的上司们厌烦了公司良好的债券业务再遭到惨败，便决定让这个年轻人尝试一下——给了他1 500万美元种子资金，让他干起来。格罗斯在四年里，差不多让这笔资金增值到3倍。例如，1976年，其他债券经理因投资方法消极被动而痛苦不堪，但格罗斯却斩获了18%的收益率，在债券界这是闻所未闻的。

格罗斯与太平洋互助保险公司的两位同事比尔·珀德利切和詹姆斯·马齐，组成称为太平洋投资管理公司的最初团队。过了数年，他们能赚到足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，可以把业务从这家保险公司里脱离出来。自20世纪70年代开始，格罗斯作为首席投资官，发现越来越多可以用来限制风险、提升收益的新工具。随着他成功地进出防通胀国债（TIPS）、可转换债券、货币期货和南美洲债券，出色的投资收益使他成名，使他变得富有、强大。

典型的格罗斯式迂回突击战术，是2001年他用旗下一只叫太平洋投资管理公司新兴市场的基金，进行敏捷灵活的投资。格罗斯和很熟悉他策略的得力干将埃尔埃利安等人，看到阿根廷经济正在走向灾难。整个国家受困于猖獗的通胀，受困于政府多年过度支出后出现的经济严重衰退。阿根廷人都在把钱弄到国外，可以兑换成更安全的美元。

太平洋投资管理公司做出反应，卖空阿根廷债券。卖空多数时候是用来操作股票的一种战术。格罗斯这次是要赌阿根廷债券价格会下跌。他借入一部分阿根廷债券，很快将它们卖出，然后等其价格突然下跌，在这个时点，太平洋投资管理公司便以较低的价格将债券买回，还给债券的借主。于是，从卖出借入债券而取得的较高价格与还回债券而支付的较低价格之间的差额，便装入太平洋投资管理公司的口袋。但至此，格罗斯还不收手。阿根廷金融危机已在整个拉丁美洲引发恐慌，到处都在抛售债券。太平洋投资管理公司便利用这个有利时机，狼吞虎咽地廉价吃进墨西哥债券和智利债券，这些债券本来很稳定，由于受“牵连犯罪”的影响，被不公正地损害了形象。这些债券后来价格回升，太平洋投资管理公司便因此获利了。



通货膨胀是债券的第一大天敌，因为通货膨胀会像强酸腐蚀金属一样，消耗债券的价值。假定在年通胀率达5%的一段时期，买入面值为1 000美元的10年期公司债券。当这只债券到期时，1 000美元的面值差不多会损失2/3的价值。与此同时，新发债券的利率可能会大幅上升，这意味着你持有的债券会出现价格暴跌。（在可以买到付息更高的东西时，谁会想去买利率微薄的债券呢？）于是，你若想在第六年将手中债券卖出，即使不考虑通货膨胀的影响，你得到的卖价甚至也会少于那名义上的1 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撇开战争时期不谈，通货膨胀在很长时间内，在美国都算不上多大的威胁，直到20世纪70年代，情况完全发生了变化。到此时，美元已切断长期以来存在的与黄金之间的联系，而这种联系本能起到抑制通货膨胀的作用。1896年，威廉·布莱恩在民主党代表大会上，发表激动人心的著名演讲《黄金十字架》，从而赢得民主党总统候选人提名——实质上，这次演讲就是呼吁放松金本位标准，提高通货膨胀，以此来减轻压在资金缺乏的农场主身上的债务负担。尽管布莱恩最终在大选中落选，但金本位在20世纪也逐渐变得脆弱下去。

20世纪30年代，通货膨胀令人困苦不堪，使一切东西都严重贬值。为了与此恶性通胀作斗争，富兰克林·罗斯福政府让美元贬值，下令提高黄金与美元的兑换率，从大约每盎司20美元抬高至35美元。1971年，理查德·尼克松政府为战胜不断上升的通胀，扫除了金本位的最后残余。考虑到美国是战后处于绝对支配地位的强国，加上美元事实上是世界性通货，尼克松觉得要恢复一定的秩序，唯一可行的办法是让美元价格自由浮动。他终止了黄金与美元的兑换。

在那10年当中，秩序并没有得到恢复。尼克松的前任实行“枪炮加黄油”(guns-and-butter）的经济政策，滥发货币以支持越南战争和国内消费，由此推高了物价。然后，石油寡头组织欧佩克选择大幅提升油价，达到令人震怒的程度。工会组织也加入这邪恶的一方，要求提升越来越高的工资水平。利率攀升，债券受损。接下来，保罗·沃尔克于1979年接管美联储，为遏制破坏性极大的通货膨胀，加速提升短期利率，使之达到“地球电离层的高度”。这时，债券伤势惨重。

不过，到1982年，通货膨胀越走越强的趋势宣告结束。沃尔克的休克疗法收到预期效果。通货膨胀并未消失，但已变得更温和，处于可控范围，自此之后，以很低的个位数缓慢爬行。1982年花费1 000美元买到的东西，到2011年要花费2 000美元多一点。换句话说，物价上涨了一倍，尽管物价上行的步幅不大，而且很有秩序。然而，沃尔克在20世纪80年代初取得的成功，足以让债券展开一波历史性的长期回升，直到2008年经济出现崩溃局面，方告终结。自沃尔克下了一剂猛烈而有效的方药，此后30年里，长期美国国债和公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司债券的年化收益率接近 10%，比标普 500 指数稍低一点点——这是一个令人大为惊讶的结果，因为股票几乎总是完胜债券。有一段时间，债券甚至表现得更出色。21 世纪头 10 年，股票市场遭遇两次大崩盘，标普 500 指数总体上几乎损失了 1 个百分点，而美国国债和公司债券的年化上涨率达到 8%。

债券的第二大天敌是信用品质不良。债券违约，即债券发行人应付而未能支付利息的情形；这种情形在经济出现衰退时，总会陡然增多。2007 年，经济状况仍很好，大约有 50 只债券出现违约，这是相当正常的违约水平。到第二年，金融危机爆发，债券违约率上涨三倍。出问题的债券，经常是由标准普尔、穆迪和惠誉国际三家评级公司评为垃圾级的债券，或者说低于投资级的债券。2009 年，发生违约的债券，其中 87% 属于垃圾债券，即按标准普尔公司评级体系评为 BB 级以下的债券。

让人感到悲哀的是，这三家评级机构并非总是胜任其职，从而准确地衡量债券的品质。究其原因，一部分在于债券发行人付钱给评级机构做出评级，有些持批评意见的人说，这必然会产生利益冲突。但更为严重的问题是，债券发行人的资本结构现在变得越来越复杂。2008 年秋季，雷曼兄弟申请破产，引发市场出现恐慌性下跌，这一天，这家投资银行的债券评级却在 A 级以上。与此同时，美国国际集团保险公司背负着巨量称为信用违约掉期的有毒金融工具，当它在跌落深渊的边缘踉跄而行、不得不接受政府资金救助之时，它的信用评级却也是非常不错的 AA 级。金融危机之后，这三家评级机构修改了其评级操作方式，自称对债券发行人的评级要求比以前要严格得多。

在大衰退期间出现的信用品质问题，很大程度上源于债务的存在太过普遍。当然，美国从来就不是个奉行节俭的国家，尽管贩卖怀旧情绪的人喜欢在寓言故事里，引用本杰明·富兰克林摘自莎士比亚戏剧的格言说："既不要向人借钱，也不要把钱借人。"伦敦金融家曾借钱给远途朝圣者，帮助他们向新世界美洲大陆做短暂的冒险旅行。安德鲁·卡内基还是小职员时，曾向老板借钱做第一笔投资。20 世纪 20 年代，通用汽车公司快速强劲发展，一跃而跻身于美国汽车工业的最前列，靠的就是向消费者提供融资，借钱给他们买车，而消费者本买不起这种四轮奢侈品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二次世界大战之后普遍出现的繁荣发展，更是刺激了人们的借贷欲望。1958 年 9 月，美洲银行向加利福尼亚州弗雷斯诺市居民发出 6 万封邮件，里面装有称为信用卡的塑料薄片。约瑟夫·诺塞拉在其著作《中产阶级如何加入有钱阶级的一项行动》中指出，这标志着信用民主化进程从此开始。负债在美国人生活中变得更加根深蒂固。一个由租房居住者组成的国家，变成一个居者有其屋的国家，正是拜抵押贷款呈现爆炸式增长所赐。在大衰退来临的前奏期，住房市场繁荣兴旺，贷款公司提供大量轻易到手的房屋贷款。人们只需花费少而又少的首付、支付少而又少的利息，便能买来一座房子，直到后来利率飙升，一切戛然而止。

华尔街借助于需要复杂技巧操作的计算机，琢磨出办法来，将所有这些新债务切成“薄片”、切成“小方块”。信用卡债务呢？货币经理人会快速烹制出称为资产支持证券的东西，这种东西就是以信用卡持卡人到期所付利息做担保的债券。这一切都运行良好，直到有一天经济发展进入下跌通道，便出了问题。信用卡持卡人大量违约。曾有一个时点，10% 的信用卡余额被评判为无法收回。结果，资产支持证券的价格便暴跌至极低的水平。

抵押贷款也出现了同样的状况。开始时，一切都进行得很顺利，房屋贷款是才华横溢的金融工程最核心的东西。既然有如此多的新型低等级抵押贷款，也就是次级债，银行便很乐意将贷款卖给华尔街的打包者，由他们将贷款包装转换成债券。银行将大量可疑的贷款推出自己的资产负债表，既卖掉了贷款，且能收到很带劲的服务费，而华尔街人又有了新债券，可以拿出去兜售。买家对这种装满了次级债的抵押贷款支持证券非常热心，都急于买到手，因为这类债券出息都很高。房屋所有人付出“巨额”贷款利息，便能荣幸地在房地产天堂中，拥有一小片属于自己的家。由于他们的推波助澜，抵押贷款支持证券变得更加泛滥。

与此同时，评级极差的公司，也向热切的市场发行大量垃圾债券。其中很多债券落入共同基金的手中，因为投资者很乐意地猛扑过来，要享受令人惬意的高收益。

当这一切在 2008 年哗啦一声崩塌之时，引人注目的是，多数债券型基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受损的程度并没有股票型基金那么大。当然，投资垃圾债券的基金跌得最惨，损失了 26%。然而，这比起衡量整个股市的标普 500 指数的下滑，还是要好 10 个百分点。同时，投资长期美国国债的基金，其升幅达到 9.3%，因为很多人为了寻求安全，一窝蜂似地买进长期美国国债。专门投资于投资级公司债券的基金，其下跌幅度仅是几个百分点。

这并非说，所有债券型基金投资者，境遇都好于股票型基金投资者。不少债券型基金交出的收益成绩，也像同级别的股票型基金一样臭不可闻。倒霉的嘉信优等收益型（Schwab YieldPlus）基金就是一个明显的例子。它是一只专门投资短期债券的基金，2008 年成功地做到与标普 500 指数的下跌可堪媲美，收益率为 -35.4%。这只名为优等收益的基金，由折扣经纪券商嘉信集团发行，即便在信贷市场恢复平衡之后，仍是继续挣扎。原来，优等收益基金将太多的资金倾注在看起来美味可口的抵押贷款担保债券之上，等到发现这些东西所具有的营养价值时，为时已晚。投资者惊慌之下，纷纷逃离这只基金，使其困境更是雪上加霜。

嘉信公司解释说，优等收益基金不过是汹涌澎湃的经济力量冲击下的一个受害者。基金研究机构晨星公司的分析师米丽娅姆·肖布卢姆不理会这种解释。她在文章中写道，优等收益基金“与其同类基金，被宣传为成熟的短期储蓄工具。随着失望的基金份额持有人夺路而逃，基金经理不得不以极痛心的价钱抛售债券”。也就是说，为了得到现金给赎回离开的投资者，嘉信公司别无选择，只能贱价卖掉大量组合内的债券，从而造成严重损失，这是一种很悲哀的处境，也是本可以避免的处境。

再举一个过于聪明的金融工程实例：标售利率证券（auction-rate securities）。这种证券，本质上说来，是一种用短期资金投资长期债券的投资手段。利率会在每周或每月标售时重新确定。大量个人投资者受鼓动吃进标售利率证券，华尔街人承诺说这种证券付息可观，而且像货币市场基金一样，很容易转成现金。不过，当金融危机来临时，那些诺言到头来都变成了一句空话，徒留一群吵吵嚷嚷的投资者，看着自己的钱没着没落地一连数年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人们相信，债券对于投资组合能起到压舱物的作用，有利于投资组合收益的稳定。债券在增值方面，远不及股票潜力大，股票有时可能会在几周内上涨两三倍，比如谷歌股票 2004 年上市后，便出现了如此情形。债券所具有的，是能够支付利息。往最差里说，垃圾债券的违约率一般为百分之十几，这意味着即便在经济形势最不利的时期，这种低端债券五只中便有四只可能保持利息支付。来自各州和其他地方的市政债券，因政府发行人可以通过提高税收来支付利息，其历史违约率在 1% 左右。2011 年，从加利福尼亚到新泽西，很多州财政预算陷入困境，市政债券的交易商不断强调，这种类型的债券以往违约率低无可低，让人备感鼓舞。

债券有个难处，就是买起来常常很费力。撇开国债和大型公司债券不论，一般债券的流动性实在不大——这是金融业专门用语，意思是市场上可得债券的数量不够充裕，不足以让想买或想卖债券的人很容易便能买到或卖掉。单笔买入一批债券，若总价低于 1 万美元，很少是明智的做法。经纪商也不愿劳动自己，去管总价低得多的债券交易。

此外，即使在 1 万美元的水平，投资者有时也可能被买卖价差欺骗，因为对交易额较小的买家，价差往往很大。此处所谓价差就是你想支付的价钱与卖家想要的（更高）价钱之间的缺口。经常发生的情况是，卖家是一家经纪商，那么你便是在跟专业交易员对玩。如此一来，你最终可能在债券价格上，由于价差问题而多支付1% ~2%。除此之外，你还得付给经纪商交易佣金。长期债券比短期债券风险更大，因为利率上升对长期债券的不利影响会大得多。

美国国债可以通过美国财政部直通网（TreasuryDirect），直接从政府手中买到，上述那些花销一点儿也不需要付出。2011 年买入国债有一个不利之处，因为其中有太多的国债之所以发行，是为了与大衰退作抗争，以及为联邦政府有增无减的开支提供资金，这样一来，那些国债的长期表现令人生疑。2011 年年初，长期收益率曲线开始缓慢爬升。

好消息是，像富达和嘉信之类大型网上经纪商，已为个人客户控制交易成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，开通了特殊交易服务，单笔交易收费为50美分至1美元。此外，如今使用一些系统，如跟踪近期交易价格的TRACE系统，可以在网上获得更多信息。

最后，对于想接触债券投资的人来说，最佳选择是购买业绩记录良好、投资策略灵活的基金，如比尔·格罗斯管理的太平洋投资管理公司整体收益那样的基金。原因在于，像格罗斯这样的专业经理，其构建的投资组合既具有多样性，又有人们希望的把握宏观趋势和具体机会的眼光，这些都是非专业人士很难做到的。不过，要获得这一投资特权，你得多付些钱。格罗斯的旗舰基金收取0.9%的年费，属于非常高的一类。也有其他一些品质好的债券型基金，收取较低的费率，比如Ridge Worth Intermediate Bond基金，它收取的费率仅为0.31%。

如何区分优秀与蹩脚的债券型基金呢？债券专家玛丽莲·科恩在其撰写的《现在就买债券！》一书中建议："要一直跟踪你的债券型基金所持有的投资组合，看它是否与基金章程载明将购买什么样的债券相一致。每季度对照着看一次。"如果基金偏离其承诺，她接着说，那么就抛掉它。

迈克尔·刘易斯写了一本极其有趣的书，名叫《说谎者的扑克牌》，描述的是20世纪80年代的所罗门兄弟公司，读者可以从这本书中一窥实情，看到专业人士可能会怎样恶待个人债券投资者。在那个时代，太平洋投资管理公司尚未充分崭露头角，所罗门兄弟公司是一个喧闹欢乐的所在，这里控制着新兴债券市场的很多角落，比如抵押贷款支持证券。

所罗门兄弟公司对债券市场的统治力非常强，以至于其债券专业人员敢于以难以置信的傲慢态度对待客户。作者迈克尔·刘易斯当时是所罗门兄弟公司的债券推销员，他在书中写道，所罗门兄弟公司的"债券业务员……如果他们心里想，也可以踢客户、打客户，因为它几乎垄断了某些债券市场"。刘易斯解释说，在所罗门兄弟公司，选择债券部的培训生都知道，他们有为非作歹的自由。虽然没有明说，但人人心里都很清楚："去股权部，只能算是像威利·罗曼（Willy Loman）一样要拍别人马屁，而去债券部，就可以像蓝博（Rambo）一样踢别人的屁股。"

所罗门兄弟公司自20世纪80年代之后销声匿迹，先是受丑闻的拖累，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后被花旗集团吞并。在现在这个更加残酷的经济时代，债券推销员更友善了。然而，他们有时仍然可能欺骗毫无戒心的客户，这些客户直至自己受到明显的重大伤害为止，都不知道何为价差。



格罗斯不再孤单。现在有一群才华横溢、深受欢迎的债券经理，他们无论在什么样的投资形势下都不负所望，因而聚集了一批批忠诚的崇拜者。明星经理杰弗里·甘德拉奇（Jeffrey Gundlach），原是 TCW 整体收益基金的头儿，2009 年年底，因与管理层意见不合，离开了 TCW 集团。投资者从该基金中撤出数十亿美元的资金，跟随他到了他所创立的新基金。

甘德拉奇曾被晨星公司选为 2006 年度固定收益经理，在他的领导下，TCW 整体收益基金在疯狂而混乱的 2008 年，也获得了 1 个百分点的收益率，并在三年多的时间里，以 2.2 个百分点的优势打败了业绩衡量基准巴克莱资本综合指数（Barclays Capital Aggregate）。但他离开之后，TCW 整体收益基金并未分崩离析。新的基金经理有一个很大的优势。他们曾在太平洋投资管理公司的比尔·格罗斯手下当学徒，接受过绝好的训练。2010 年，他们的业绩超过基准指数达 8 个百分点。

严格说来，比尔·格罗斯也有老板，但这位“债券之王”的上司只是名义上的老板。2000 年，德国的德盛安联资产管理集团（Allianz AG）由于对太平洋投资管理公司的业绩记录很满意，收购了这家债券投资公司。但德盛安联想确保格罗斯也一道纳入旗下，便向他支付两亿美元，让他留下来。自此之后，格罗斯继续独立运营太平洋投资管理公司，他的欧洲主人对于他的投资策略，极少事先做猜测，事后放马后炮。

有些市场资深人士担忧，太平洋投资管理公司整体收益基金体量庞大，会妨碍其投资业绩。很多股票型共同基金一旦做得很大，会拒绝新的投资者加入，因为担心自己买卖股票的任何举动，都可能影响股票的价格。如果其他市场交易者听闻有家巨型基金正要进场，他们会来凑热闹，提前买进证券，希望在价格一路上涨过程中有所斩获。但这种交易战术往往会推高证券价格，使之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于这家巨型基金计划建仓的价格。到这只基金开始吸纳筹码时，它就得追逐螺旋盘升的交易价。

不过，这种现象对于股票型基金，是一个更堪担忧的问题。格罗斯觉得，对新来的投资者，他无须关闭太平洋投资管理公司整体收益基金，因为吃进债券是一个渐进的过程，而且，债券价格的波动也远不及股票。此外，他还说，既然全球债券总量高达53万亿美元，便有足够的余地，在不把水搅浑的情况下放手去玩。他告诉《华尔街日报》说，太平洋投资管理公司整体收益基金，“相对而言，还是微不足道的”。

格罗斯每天的日程早早便开始了，因为他比纽约要晚三个小时的时差，而纽约是世界金融之毂。他每天驱车一小段路程去工作，5:30到公司。太平洋投资管理公司总部设在新港海滩，靠近一家乡村俱乐部，可以眺望大海。该公司在人们日常交谈中被称为“海滩”，有一个巨大的交易厅。格罗斯平常就坐在这大而深的空间中，面前是马掌形办公桌，领带松松地挂在脖子上。他会仔细端详几个电脑屏幕，始终留心行情变化和证券运行模式。他可能会一连数小时不发一言，看上去像在跟数据进行精神交流。

到半上午，他会休息一会儿，做做养生锻炼，包括高难度的瑜伽练习。有时，他会结好领带，弯身闪进太平洋投资管理公司于办公室中设置的电视录制棚，在CNBC有线新闻网录播的节目中，就近期一些话题发表意见——太平洋投资管理公司设置录制棚，是为了给他节省时间，好让他不必跑到电视台去录制节目。CNBC制作的节目，可以在海滩和太平洋投资管理公司位于全世界的办公场所的监视器上看到。公司员工在收看时，会暂停手头工作，聆听这位伟人沉思冥想后说出的话语。这情形很像伊斯兰教倡导信徒经常向真主祈祷。格罗斯从来不留神观察单个债券，他把这种工作交给下属去做。他会寻找意义大的主题，为手下人做概要性描述，然后他们会去执行他的命令。

格罗斯不是那种爱好交际的人。一天结束，他便往家赶，回到他那座面朝大海的房子里，可能会忙着做自己钟爱的集邮工作。他整理出一套美国19世纪发行的令人赞叹的邮票，有时也会拿去交易。2006年，他用一枚1918年发行的航空邮票，换了一枚1868年发行、印有本杰明·富兰克林头像的古典邮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。周末的时间用来和妻子一起去打高尔夫。有人的地方，他总是尽可能避开。与太平洋投资管理公司的客户打交道，远不是他的强项。

对于错误，格罗斯的反应非常较真。有一次，他在垃圾债券上做出错误的预测，便度了几个月的公休假，让自己的头脑清醒。他妻子曾告诉《纽约时报》说，有一回他向住家附近一个卖炸面圈的小店主，推荐购买太平洋投资管理公司的一只基金，这只基金的业绩落后了一段时间，“他几乎不敢再走进那家小店，去买他最爱吃的椰子蛋糕炸面圈”。

多数时候，格罗斯的预测完全对路。这位视野开阔的思想者，预测到了网络股泡沫爆裂、与住房市场有关的证券崩盘、政府需要进行大规模资金救助。

他每月撰写的太平洋投资管理公司《投资展望》，在债券界是人人必看的读物。有时，《投资展望》和太平洋投资管理公司的其他简报会显示他的投资策略发生了转变。2009 年秋季，他宣布太平洋投资管理公司正在清空抵押贷款支持证券的仓位，具体说来，就是抛空政府赞助机构房地美和房利美发行的债券。他的文章无一例外地都写得很漂亮，富有洞见。他在 2009 年年末一期题为《粑粑经济学》（Doo-Doo Economics）的《投资展望》中，分析加利福尼亚州的财政灾难——该州有 260 亿美元的财政赤字。他在文中写道，这个“黄金之州”，因全民公决限制其选择面而受到掣肘，同时由于立法者太过胆怯而不敢做出大的法律变动，已经转而求助于“做假账，连小学生也骗不了”。这整个局面，他接着说，让他想起为要求加利福尼亚州人拾起自家狗的粪便而制定的复杂的新规定，这一套详尽无遗的规定反而让人感到棘手，更加无所适从。

格罗斯喜欢灵活变通，相信顽固地死守到底会束缚自己的手脚。在大衰退期间及其以后，格罗斯对自己所认为的国债过量发行表示强烈不满，指责政府是在放水淹没市场，造成债券价格下跌。他声称，美联储的低利率政策，已怂恿投资者介入风险很大的资产领域，将来投资者一定懊悔不已。他引用莎士比亚悲剧《麦克白》中的经典台词说，像生命本身一样，这也将以悲伤做结：“熄灭吧，熄灭吧，已燃短的蜡烛。”后来，在 2010 年欧洲债务危机期间，整个世界都奔向美国国债寻求安全，于是，他推翻自己的看法，反身又在这波潮流中冲浪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多其他杰出的债券经理，也附和格罗斯对国债过剩所做的申讨和悲叹。其中最著名的，是一个叫罗伯特·罗德里格斯（Robert Rodriguez）的人，他管理的 FPA New Income 基金是最知名的固定收益型基金之一。他驾驶保时捷，作为一种嗜好，会把车开得飞快，但他做投资却具有规避风险的导向，2008 年金融危机爆发前，他的投资组合中就保留了巨量现金。2009 年，随着资本市场出现好转，他继续告诫人们当心国债供给过量。他的祖父母在 1910 年墨西哥内战中丧失了一切，他由此懂得，债券若被不顾后果地加以利用，就应该视之为具有潜在的危险性。

这在数年里让他的投资业绩保持在低端位置，而与此同时，格罗斯他们的上佳表现都令人眼花缭乱。2009 年 11 月，罗德里格斯在接受电视财经主持人康斯薇洛·迈克（Consuelo Mack）的采访时说："我们预计形势不利时，会保护资本少受损失，如果预计出了错，我们也只是挣到的钱没有竞争对手多罢了。我想这样的业绩组合，总比毁了客户要好。"



美国国债常常被人赞为金融大厦的混凝土基础。但随着国家开始极其缓慢地从大衰退中摆脱出来，关于国债，无处不弥漫起一种不安感。不只是比尔·格罗斯和罗伯特·罗德里格斯感到担忧。沃伦·巴菲特、很多共和党人以及各地权威专家，也开始担心正在形成国债泡沫，这种泡沫的必然爆裂会导致一场混乱，其严重程度将相当于或甚于网络股泡沫和住房泡沫的破灭。

为了对抗大衰退和信贷危机，奥巴马政府承诺管理数万亿美元的问题债券。美联储制定一个称为"定量宽松"的货币政策计划，通过买入价值数十亿美元的问题债券，试图吸纳数万亿美元中的一部分，以此刺激软弱无力的美国经济。联邦政府的债务由此大幅膨胀，引发人们提出一系列不祥的疑问。中国大量购买美国国债，如果中国选择廉价抛售美国国债，或者不再购买新的美国国债，会发生什么样不利的情况？如果美国政府过多的支出给通货膨胀添柴加火，会怎么样？利率水平已降至微乎其微的低位，如果利率按照逻辑只能上行，因此抑制了经济回暖怎么办？如果所有这些债务让美国国债失去极其重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 AAA 评级，会怎么样？美国政府从哪儿弄来钱，偿付如此巨量的债务，一旦婴儿潮一代一起蜂拥进入退休年龄，还得为他们的医疗和社会保障付钱？那么，作为固定收益世界基石的国债市场，就可能出现崩溃。结果将是毁灭性大灾难。

詹姆斯·卡维尔曾是比尔·克林顿的政治顾问，20 世纪 90 年代，他说得好："我以前常想，倘若真有来生，我希望回来做总统、做教皇，或者做一个能将棒球击出 400 英尺㊀的击球手。但是现在，我想回来当债券市场。我可以让所有的人胆寒心战。"今天，这样说更是符合现实。

曾经有一段时间，美国政府每年支出中只需借入 1/10 ~ 1/5 的钱。现在为了对付大衰退，支出大幅上升，推动负债几乎达到一半的程度。自第二次世界大战以来，美国政府一直不需要借入那么多的钱。算了吧，国家照样挨过 20 世纪 40 年代初债务的巨幅膨胀，不是吗？有些人从国家债务的膨胀中得到安慰，推断说经济和债券市场将有能力消化巨量过剩的新增国债，最终会有良好表现。

或许吧。但在第二次世界大战之后，美国开始踏上经济迅速扩张之路，使美国国债得以轻松偿付，没有严重后果。这是因为全球其他很多地方处于一片废墟之中，战后的美国通过帮助重建其他国家，获得强劲发展。美国没有真正的竞争对手。

一些有疑虑的人怀疑，信任美国国债是否明智，他们持这种态度很可能是正确的。或许，其他国家的债券会崭露头角，尽管其他多数重要经济体效仿美国，也大幅提高了负债。就债券投资者而言，明智的做法是，在固定收益世界中寻找安全性和利息收入好的品种——安全性和利息收入正是债券传统上所具有的优点。



2009 年年初，股票市场到了最糟的时刻，在这吓人的日子过去之后，一些

㊀ 1 英尺 = 0.304 8 米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鼓舞人心的迹象突然冒出来。有些振作起来的公司开始发行新债。华尔街松了一口气，很乐意帮它们发债。经济形势低迷的那段时间，公司出于安全性需要，都在囤积现金，现在利率又处在非常低的水平，债券因而变得极具吸引力。债券发行量创下历史最高纪录。2009 年，产业界公司的债券发行量超过 3 000 亿美元，在 2007 年的水平上翻了一番，那时经济衰退尚未严重冲击公司的资产负债表。多数其他类型债券的发行也出现了强劲反弹。

据巴克莱资本提供的数据，2008 年，除了美国国债和政府支持的抵押贷款担保债券以外，每一种债券都是输家。就公司债券而言，投资级的下跌 5%，垃圾级的下跌 26%。到 2009 年，这些债券均呼啸着猛烈回升，分别上涨了 18% 和 52%。这很大程度上是一次让人感到欣慰的反弹。新兴市场债券 2008 年下跌 15%，第二年上涨 32%。即便是州政府和地方政府发行的市政债券，也比惊恐万状的 2008 年表现好得多，由下跌 2% 变成上涨 12%。

要说明固定收益证券发生了怎样的变化，通过描述垃圾债券的变迁史再合适不过了。垃圾债券，又名高收益债券或低于投资级的债券，形象已发生彻底改观，从无人问津的破烂货，变成世界资本结构中非常重要的一部分。

据纽约大学斯特恩商学院教授爱德华·奥尔特曼提供的数据，20 世纪 70 年代末，美国发行在外的垃圾债券，其价值不足 1 000 万美元。在那个时代，信用品质差的公司可以通过银行借入短期资金，（如果运气好的话）可以按私募发行的方式，直接从保险公司借入长期资金。这些融资安排，对于借入资金的公司来说，并不算什么好交易。贷款协议常常带有过多的限制性条款，规定借款公司若不能实现某些目标，如营业收入、盈利或其他任何指标不能完成，贷款人可以要求立即偿还贷款。通过股票筹集资本的融资方式历史悠久，但在信用等级低的公司，利用起来困难多多。在为滞胀所苦的 20 世纪 70 年代，股票市场非常萧条，这些公司若要发售新印制的股权凭证，会面临一条坎坷不平的路。

自此至今，垃圾债券的发行量已增加到 1 万亿美元以上。新的高收益债券发行量多年来一直占到所有新发债券的 10% ~20%，每年新发垃圾债券的公司数为250 ~325家。在 2008 年令人恶心的日子里，新券发行量缩减，然后又快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速回升至正常水平。为了迎合垃圾债券爱好者，已有很多共同基金成立。

魅力显而易见：垃圾债券的利率总是远远高于10年期国债或投资级的公司债券。2008年最后几个月，市场恐慌心理驱使垃圾债券收益率大幅上扬，几乎超过国债20个百分点。一旦金融危机缓解，收益率缺口便收窄为大约8个百分点，这是一个更加正常的差距，只要垃圾债券不出现违约的情形，这也是一种甜美的浮财。事实上，垃圾债券变得很受欢迎，到2011年年初，平均已涨到每美元面值售价103美分的水平，收益率仅比国债高3个百分点。有意思的是，高收益债券较之其他债券，与股票的关系更为密切。经济形势不好的时候，股票和垃圾债券差不多会遭到同样的打击而正中要害。经济形势好时见到的利率上升，对这两者的不利程度，要低于对投资级公司债券和国债。垃圾债券不错的收益率，往往为其价格受利率的不利影响提供更好的缓冲。

自20世纪70年代以来，什么因素发生了变化，使得垃圾债券已变成一种近乎可敬的资产类别呢？从迈克尔·米尔肯的经历中，可以找到答案。

米尔肯供职于投资公司德崇证券（Drexel Burnham Lambert），因为读了一份研究材料，他便狂热地喜欢上了高收益债券。那是学者W. 布拉德福德·希克曼，对1900～1943年低等级债券所做的研究。希克曼发现，一个由垃圾债券构成的充分多样化的庞大投资组合，表现要优于一个高等级债券的组合。康妮·布鲁克的著作《食肉动物舞会》（*The Predators' Ball*），全面详尽地描述了米尔肯和他所处的时代，其中讲到希克曼对米尔肯的影响。康妮在书中写道，米尔肯解释希克曼的研究时说，“经验事实证明，垃圾债券的回报大于风险”。

虽然并非每个人都同意希克曼的方法论或研究结论，但对米尔肯来说，这已足够。米尔肯是一个才华横溢、自我驱动力很强的人，弯弯曲曲的假发遮盖住秃头顶，他将一个新近由其他几个公司拼凑而成的墨守成规的二流公司，转变成一个很有影响力的投资公司。20世纪70年代的某一年，他主持的垃圾债券业务获得了100%的投资收益。

米尔肯在公司里拥有举足轻重的权威，让他得以把垃圾债券部门从德崇证券位于纽约的总部，迁至他的家乡加利福尼亚州。在那儿，在奢华的比弗利山庄，米尔肯在摆成X状的多个交易台前发号施令，指挥垃圾债券的交易，并在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 80 年代洪流滚滚的公司并购浪潮中扮演着一个很有影响力的重要角色。由于股票市场随着通货膨胀的驯服而再度活跃，被压抑的公司并购需求跟着释放出来。但此时，看重公司并购的人有了一件新武器——无论是饥饿地渴望并购他人的公司，还是决心狼吞虎咽大嚼他人公司的独立金融家，都可以利用这一武器。

这是公司袭击者最兴旺、最有影响的时期。所谓公司袭击者，就是独立金融家，他们经过搜索后突然找到经营业绩低下的公司，然后开始发出要约，以高于市价的价钱从股东手中收购股票。垃圾债券便为这种标购提供资金支持。像 T. 布恩・皮肯斯和索尔・斯坦伯格之类著名公司袭击者，都签约雇用德崇证券，而米尔肯总会为他们出具一封表示“高度自信”的信函。信上说，德崇证券“高度自信”，能通过发行垃圾债券，为上演一场公司袭击好戏筹集所需的资金。垃圾债券行情处于上升市道，德崇证券在高收益债券领域又拥有最重要的地位，如此一来，这样的一封信便是金边信函，公司袭击者凭此可以向银行借到收购公司所需的一部分资金。

德崇证券在垃圾债券领域具有如此大的支配力，与华尔街的构成已出现很大松动大有关系。证券公司以往常分为两类：一是属于上流社会的投资银行，它们依靠与企业客户建立起的长期关系，安排证券承销和兼并收购；一类是交易商，他们买卖股票和债券。康妮・布鲁克在书中写道，在投资银行的眼里，交易商是“没人性的兽类，注意力只能持续几微秒。”交易商则认为，投资银行家[⊖]“除了在漫长的午餐中做个主人之外，狗屁不是”。

后来在 20 世纪 70 年代，固定佣金制被废除，导致这两类业务范围结合得更密切。投资银行不能再指望与企业客户的老关系，客户往往会尽力寻求证券发行及兼并收购的最好价钱和服务。交易商的声望得到提升，因为他们越来越变成利润中心，最终会获得并购交易所需的资金。德崇证券虽然存在时间不长，但确立了这两种相互对抗的业务范畴，已准备好进入一个新领域，它在这个领域有着自己的优势和目标——垃圾债券和并购交易。

⊖ 这里 investment banker 根据汉语做了灵活处理，本来这词有时指人，有时也指人代表的这类型公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德崇证券用交易商心态做并购交易，而并购交易本是投资银行的传统优势领域。投资银行习惯上用他人的钱做并购交易，从中获得服务费。交易商是拿自家公司的钱发挥作用。所以，德崇证券和为其筹资的公司袭击者一道进行投资。德崇证券常常在一桩并购公司的交易上，得到公司袭击者的令状或其他某种捆绑在一起的利益。与此同时，米尔肯为其操作提供一种显示豁达的掩护，这种掩护在迈克尔·道格拉斯主演的电影《华尔街》中所说的话里，找到了通俗的表达，他说："贪婪就是好。"米尔肯公开声称，并购有益于资本主义的健康，因为并购可以让公司变得更具效率，清除呆板守旧的工作方式以及糊涂昏聩的经理人。

让米尔肯抱憾的是，他弄巧成拙了。公诉人指控他在德崇证券所做的并购交易中犯有内部交易罪，他因此锒铛入狱。让德崇证券抱憾的是，米尔肯制造的麻烦促使它陷入破产的境地，公司最终解体。此外，让垃圾债券市场抱憾的是，因这些并购交易，市场已有太多的垃圾债券。例如，很多储蓄贷款机构，吃进大量垃圾债券，希望以更高的价钱卖出，为房地产和其他风险经营提供资金。20 世纪 90 年代初，当一切崩溃之时，垃圾债券作为一个有望发展壮大的资产类别，似乎已处在危险之中。

垃圾债券市场的崩盘产生了可怕的附带影响。大量储贷机构陷入困境，需要联邦政府提供巨量资金予以援助。其他金融机构也受到震动。德崇证券的客户，First Executive 保险公司，便是这样一个例子。这家公司已卖出由垃圾债券提供支持的保单，称为担保投资合约，这种保单本应向客户支付极高的利息。当垃圾债券市场失灵时，担保投资合约和 First Executive 公司也跟着严重亏损，留下客户徒有伤感和孤寂。

但随着 20 世纪 90 年代向前迈进，垃圾债券市场迅速反弹。米尔肯和德崇证券，虽然自己的声名被毁，但也让美国人看到，只要处理得当，一种灵活而有吸引力、为投资而设的垃圾债券，可能会是什么样的面目。

比尔·格罗斯通过经验教训学会投资垃圾债券。他有敏捷的头脑，能意识到何时自己出了错。2005 年，他认为经济将出现衰退，于是急忙撤出垃圾债券，买入安全性高的国债。他完全错了。他管理的旗舰太平洋投资管理公司整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体收益基金，开始回到四五个百分点的收益水平，而竞争对手正有出色的表现。他落后于雷曼兄弟综合指数，即落后于当时债券市场的衡量基准（现在由巴克莱资本管理该指数）。这在太平洋投资管理公司整体收益基金的身上，是闻所未闻的表现。

格罗斯由于判断失误，心烦意乱，便休假九天，在家里努力镇定下来，整理自己的思路。“人们在说：‘嘿，你知道吗，格罗斯输了，’”他后来对《福布斯》杂志如是说。然后，他回来买了一些垃圾债券。生活对他和他的投资者来说，变得好多了。

在理想幻灭的尼克·卡拉韦看来，乐观态度似乎没有意义，因为过去的问题会让进步不可能实现。盖茨比为加入有钱的精英阶层所做的徒劳尝试，证明了这一点。尼克在《了不起的盖茨比》结束时，带着酸涩的口吻评价说：“于是，我们继续奋力前行，逆水行舟，被潮水不断地向后推，推入过去。”曾受父母溺爱的尼克·卡拉韦，有家里的财富可以做缓冲，倘若他活在今天风大浪高的债券市场，恐怕也不会积聚起属于自己的大笔财富。

比尔·格罗斯不是从富有的家庭里冒出来的，他采取不同的态度。他认为，能力和勤勉的确会带来成功，在如今变化多端的债券投资世界，尤其如此。高超的投资能力，已让很多经济背景不如盖茨比的人变得富有。其中不少人是他所在高尔夫俱乐部的会员，格罗斯这样评说道。2009 年夏季，格罗斯从一场巨大的经济危机中，得意扬扬地摆脱出来后，说：“我记得小时候，父母告诉我（可能当时带着愤恨的情绪），只有医生、民航飞行员或者汽车交易商，才出得起钱参加乡村俱乐部。哎呀，世界发生了多大的变化啊。”

小　结

- 太平洋投资管理公司的比尔·格罗斯，以他的洞见（不同类别的债券会有不同表现）给债券投资界带来了革新性变化。所以，他闪转腾挪，进出不同类型的债券，取得了巨大成功。自从他于 20 世纪 70 年代开始起步以来，债券界已涌现出大量全新的债券工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 通货膨胀是债券的最大天敌，多次深深地伤害过债券。抛开战争时期不论，通货膨胀曾经可以忽略不计。然后，在 20 世纪 70 年代，这一点发生了变化。如今，通货膨胀虽很温和，但仍在持续，不时地又有再度疯狂的危险。
- 信用品质不良是债券的第二大天敌。若考虑到评级机构的不足之处，信用缺点自然并不总是很容易就让人注意到。战后信贷爆炸，使辨明信用品质变得更加困难棘手。我们已在 2008 年的金融危机中诚惶诚恐地领略到这一点。
- 债券购买起来不容易，也不便宜，对于个人投资者来说，尤其如此。但现在已出现新的工具，可用以评估和购买债券。
- 为对抗大衰退而巨量发行的美国国债，已让格罗斯深感不安——担心国债的过量供给会最终伤害国债的价格。

债券变得越来越复杂，这既让债券成为更好的可资利用的机会，又让债券变得更加危险。比如，垃圾债券是一种有前途的金融工具，只是有时会让人懊恼。垃圾债券因迈克尔·米尔肯而受到宣传推广，为 20 世纪 80 年代的公司袭击者提供了助推力，然后于 20 世纪 90 年代初遭到挫折。格罗斯后来曾误判垃圾债券，因而遭受投资损失，但他学会了调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TAMING THE BEAST

第 5 章

快 车 道

成长型投资

如果说本杰明·格雷厄姆是价值型投资之父，那么在投资理念上与他对等的人物，则是托马斯·普莱斯，后者首倡著名的成长型股票投资策略。但在成长型投资理念方面，普莱斯绝没有像格雷厄姆那样做深邃思考的学者，因此树立起了长久存在的学术丰碑。普莱斯开创实用的成长型投资技术，是抱着一个财富管理人希望创造良好投资记录的心态，而不是像一个金融理论家那样追求不朽。

与聪慧风趣的格雷厄姆不同，普莱斯身后没有留下厚重的经典著作，其间充满了对股票评估做长期思考后得出的结果。普莱斯勉强写出几本小册子和一些文章，有一次他说："我并不很聪明。"与格雷厄姆不同，普莱斯也没有带来值得引用的至理名言，被心怀敬慕的追随者反复传诵至今，仿佛那是天语纶音。他的名字多数时候被人忘记。他最持久的遗产是他创建的公司普信集团（T. Rowe Price），这是一家总部位于巴尔迪摩的投资管理公司，现在已不再被人视为成长型股票专营店，旗下很多基金具有价值投资的倾向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普莱斯对金融世界的贡献在于，他想出办法来找到优秀的成长型股票，能将它与风光一时而光环不免退却的股票区分开来。在股票市场，始终存在一种快速买入热门股的自然冲动，而普莱斯的见解为这种强烈欲望提供了聪明的克服办法。在自然界，食肉动物看见快速跑开的猎物，会猛扑上去。但是，如果逃离的猎物是一只受袭击时会释放恶臭的臭鼬，结果会怎么样？普莱斯教人们如何去做区分，一旦猎物捕获在手，又如何去处理。并非每个成长型投资者都遵循了他的教导，或任何其他教导，最终结果难免让他们感到悲哀。

普莱斯于1983年去世（比格雷厄姆晚七年）。倘若他面对20世纪90年代末的网络股宠儿，一定会退缩避让。那些红极一时的股票接下来又一次证明了“傻瓜永远保不住钱”这一格言的正确性。在股市让人热血沸腾的20世纪20年代，普莱斯开始起步；那时华尔街的普遍做法是：如果看到一只股票在上涨，便赶紧吃进，然后等着它涨得更高。今天，我们称这种操作策略为“趋势投资”。普莱斯自己也渴望买入上涨的股票，但他一定要确信，上涨的股票得有相当的可能性保持继续上扬。为此，他定下一些规矩。他定下规矩是为他自己和手下人，不像格雷厄姆，是为了投资界的大众。

在寻找潜在的买入对象时，普莱斯希望股票至少展示了10%的资本收益率，拥有销售量和净盈利不断增长的业绩记录。在科技股繁荣时期，盛行买入不赚钱公司的股票，这种做法恐怕会让普莱斯极其反感。他全神贯注的，一定是无可争辩地处于上升期的行业（在他所处的时代，就是航空、空调、塑料和电视业），然后，他选择的，一定是这种行业中的领头羊公司。

普莱斯的股票投资法，听起来与当代金融实务领域所称的GARP投资法很相似，根据这种“以合理价格买入成长”的理念，应该避免买入价钱畸高的上涨股票。普莱斯坚守自己的一套办法，并取得了很大成功。据约翰·特雷恩计算，如果1934年，在普莱斯向其他人开放投资池的时候，有人将1 000美元交给他打理，那么到1972年，加上股利再投资所得，这笔钱会增值到271 201美元。

约翰·特雷恩在其著作《当代赚钱大师》（*Money Masters of Our Time*）中说，普莱斯若以每股20美元买入一只股票，一旦上涨一倍，很可能将股票卖掉，但也并非总是如此。与格雷厄姆的门生、价值型投资股神沃伦·巴菲特相似，普莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯对有些特别钟爱的股票，会多年持有，让股价高高飞升。Black & Decker、Honeywell和 Merck，便是他长期持有过的股票。

普莱斯相信，行业和公司都有生命周期。特雷恩在书中写道，普莱斯知道，“拥有一只股票，最赚钱也是风险最小的时候，就是股票处于成长的早期阶段”。他早早便买入可口可乐，这只股票后来也成为巴菲特最钟情的股票之一。第二次世界大战之后，随着美国势力达到顶峰，可口可乐的销售出现爆炸式增长，扩展到全球每一个角落。吉米·卡格尼在 1961 年出品的喜剧电影《一、二、三》中，扮演战后德国一名傲慢的可口可乐经理，此人的表现就象征着美国和可口可乐在全球的霸权姿态。卡格尼出演的这个人物，狂热地鼓吹美国消费品的质量高人一等，他说：“任何世界，只要能建造出泰姬陵，培养出威廉·莎士比亚，生产出彩条牙膏，都坏不到哪里去。”他完成了一个精彩的壮举，打开苏联市场，销售可口可乐，他把这看做一个颠覆性行动。自此之后至 20 世纪 90 年代结束，这家汽水制造商的股票上涨了差不多 20 倍。但随着时间逐渐进入 21 世纪，饮料消费者转而喜欢瓶装水、果汁、咖啡和能量饮品。今天，虽然可口可乐的现金流仍然不错，但华尔街认为可口可乐已进入成熟期，也就是说，可口可乐已不再是一只成长型股票。21 世纪头 10 年，可口可乐的股价下滑了 1/3。

普莱斯的职业生涯处在巅峰期时，金融界常常谈论“托马斯·普莱斯投资法”。在太多凶险的熊市让成长型股票遭到惨败，他的公司放弃纯粹的成长型投资风格之后，这种说法现在不再时兴了。我们在前面讲述价值型投资的一章中看到，统计研究显示，在很长的时期内，成长型股票的表现逊色于价值型股票。

围绕这些统计结果，现在有无穷无尽的争论。有些人吹毛求疵，争论究竟何时一只价值型股票变成了成长型股票。信奉价值型投资的人，如果看到自己所持有的一只股票终于开始腾飞，新近受到市场的追捧，便想继续将此股票归为价值型股票一类。他们想证明自己的投资信条已带来一只赚钱的股票，并且想以此提升价值型股票的总体成绩。另一方反驳说，这只股票已进入成长型国度，现在应该在这个国度里被视为入了国籍的公民。遵循价值型投资理念的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，也更愿意在计算收益率时，将股利计算在内，这会给他们的股票带来一个不公平的优势，因为成长型股票常常不支付股利。

然而，意义更广的事实是，历史上出现过在连续很长一段时间内，增长型股票表现优于价值型股票的情形，尤其是20世纪60年代和90年代。在这些时段内，美国经济出现了快速增长。在这些时候，远离成长型股票就是犯傻。普莱斯将Merck之类的股票持有数十年，他证明有些格外出色的成长型股票能持久地成长下去。倘若他意识到应该投资微软，他很可能会喜爱这家软件制造商。人们口头上传说，这家科技巨头里秘书之类的小办事员，由于购买了雇主公司的股票，都成了身家数百万美元的富人。微软股票的强劲上涨，始于首次公开发行的1986年，一直延续到2000年科技股崩盘，此时华尔街认定，微软已属于成熟类股票。

普莱斯是马里兰州一位医生的儿子，本来准备接受培训，当一名药剂师。不知何故，他迷恋上了投资。他身材胖乎乎的，蓄着浓黑的八字须，对下属极为严厉，丝毫不做安排接班人的计划。在他看来，谁也没有资格替代他。他想做无人挑战的王者，坚持要求所有的人都称呼他为“普莱斯先生”。1937年，他开始经营公司，采用当时看起来很激进的做法，按客户资产的1%收取管理费，而不是像标准做法那样，按每笔交易收取佣金；以客户资产为基数收取管理费，后来成了共同基金管理公司的通行做法。他高度重视一丝不苟的研究和铁的纪律。根据特雷恩的描述，即使在80多岁，普莱斯每天清晨5点之前便已起床，然后按照写下的每日任务清单，极仔细认真地去完成。

像格雷厄姆一样，普莱斯懂得，没有哪一种投资风格能始终赢得胜利。他很精明，足以做到灵活圆通。他退休时，很不情愿地把公司卖给手下人，他认为他们能力不逮。此后20世纪70年代滞胀的经济形势，让成长型股票价值大跌。他指责自己以前的公司，不该在成长型股票上投资太多，而他自己已将个人的一部分养老钱，转投于大宗商品和房地产，这两类资产由于通货膨胀的影响，价格都保持在较高水平。但就核心投资理念而言，他想投资的公司一定要有光明的前途。他总是将很大一部分资金，保留在自己崇敬的成长型股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般说来，当经济从一次衰退中摆脱出来时，价值型股票的表现会走在最前列。一个重要的原因是，这类股票此时比平常还要便宜。在熊市期间，投资者怀疑它们是否能持续经营，与成长型股票相比，它们似乎更有可能跌入深渊，进入破产法院，规模较小的价值型股票尤其如此，因此将它们弃之一旁。随着经济景气逐渐回升，价值型股票开始拿出令人鼓舞的业绩，投资者的兴趣又回来了。

不过，模式一旦出现，总要被打破的。经济从2007～2009年下降趋势中开始景气回升时，因为银行属于价值型股票指数的一部分，情况就有所不同了。银行当时非常脆弱，其中很多需要联邦政府给予资金救助，而银行股在价值型股票指数的总体收益中，起着举足轻重的作用。这些金融股确实也出现了反弹，但反弹的起点太低，很多股票反弹后，远没有达到大衰退前的水平。美洲银行在金融危机前刚刚冲到50美元多一点，然后猛跌，到2009年3月，跌至很低的个位数；截至2011年年初，美洲银行几乎涨了5倍，但也只涨回到14美元，远低于之前的最高点。

与此同时，处于成长型股票中心位置的科技股，在遭受严重程度较价值型股票为轻的下跌之后，掸去身上的灰尘，开始上扬，因为它们的产品有来自亚洲健康经济体的需求和美国公司买家系统升级的需求作支持。美国公司觉得可以冒险为一直推迟的技术提升做资本支出。思科公司作为网络设备的巨型提供商，其股票在大衰退之前的价格刚过30美元，熊市期间下跌一半，到2011年，涨回至22美元左右。

成长型股票是20世纪90年代的主人，2000年科技股崩溃之后，便将受欢迎的头衔让与价值型股票。然后，周期再次发生转变。从繁荣兴盛的2006年到骇人的2009年年初，成长型股票再度占据上风，下跌幅度小于价值型股票。在2009年市场触及最低点之后的短时间内，价值型股票缓慢上涨至领先位置，但市场再次怀疑银行易受糟糕的抵押贷款的拖累，又将价值型股票拉回到落后位置。2010年前三个季度，罗素3000成长型股票指数已爬升9.8%，而相应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值型指数几乎滞后两个百分点。在2010年秋季之前包括大衰退在内的混乱的三年时间里，成长型股票基准指数平均每年下跌3.9%，价值型股票基准指数下跌幅度达到其两倍。

当然，并非所有成长型股票（或价值型股票）都一同起伏。真正强大的成长型公司，会强劲地快速向前发展，营业收入和盈利越来越好，这样的公司在熊市里便不会受到太大的损失。谷歌就是一个最好的例子，该公司于2004年以每股85美元的价格发行上市，一飞冲天后再不回头。

在大衰退之前的2007年，谷歌公司报告收入为166亿美元，盈利是42亿美元。很多科技公司，如思科之类，随着经济形势转为严峻，其报告业绩会出现缩减。谷歌却没有，它像一个天然磁石，吸引来新的用户和广告，上升势头有增无减。与2007年相比，谷歌2009年的营业收入增加42%，盈利提高54%。虽然谷歌股票在整个市场崩溃面前，难免受到影响，但一待疯狂过去，它所具有的复原能力，少有股票堪与媲美。2007年年底，谷歌股票攀上顶峰，达到675美元左右的高位，一年后跌至300美元。但到2010年年底，它几乎又回归至最高峰。

普莱斯若在人世，可能会说，谷歌显然处于发展的初期阶段，展现出了微软在20世纪80年代和90年代所具有的相同活力。谷歌的发展如此迅猛，以至于在2010年秋季，其市盈率高于大盘，达到24倍。有那么一天，谷歌的业绩会以悠闲得多的步伐增长，市场届时会将它当做“成熟”的微软来对待。

微软至少一直保持了作为一个全球性技术支撑的身份，拥有无处不使用的软件和令人艳羡的现金流。它现在处于安逸舒适的中年，很像其创始人比尔·盖茨所处的人生阶段，盖茨已将注意力转向慈善事业。微软现在不会让投资者赔钱，只是它不再是往昔那样的成长机器。而大量其他涨得很高的股票，其表现仿佛是效仿希腊神话中的伊卡罗斯（Icarus），飞得越接近太阳，蜡做的假翅膀越易融化，最终不免歪歪斜斜地栽进土里。

我猛然想起Krispy Kreme公司让人伤感的命运。这家炸面圈连锁公司，20世纪30年代创建于北卡罗来纳州，其连锁店在20世纪90年代开遍了整个美国。它的代表性产品（现做现卖、浇浆汁的油炸面圈）引起很大轰动，店门外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总是排着等候享用的顾客。该公司2000年以每股12美元的价钱发行上市，投资者情绪高涨，趋之若鹜。到2005年左右，股价跳到50美元。

不幸的是，上涨的趋势走到了不光彩而令人悲哀的尽头。利润衰减，特许经营人反水，股价暴跌。为了解释这丢脸的事态变化，Krispy Kreme公司一再给出很多理由：公司在全美开了太多的连锁店，使市场过于饱和；公司在超市销售冷的炸面圈，毁了现做热卖的魅力；竞争对手Dunkin' Donuts公司由于更为强大，打败了它（对手除了炸面圈之外，还提供咖啡、早餐食物，而且炸面圈也相当不错）；低糖饮食的时兴吓跑了一些消费者，他们本来是会兴高采烈地狼吞虎咽油炸面圈的。Krispy Kreme公司的连锁店普遍出现亏损。事实很简单，尽管做了很多重组改造，Krispy Kreme公司已经风光不再了。这种风靡一时的食品，就像那些加袖宽松毛毯Snuggie一样失去宠信，少有人问津了。现在，这只曾经的成长型股票，在10美元以下一瘸一拐地向前跛行。



托马斯·普莱斯取得成功之后，出现了很多专门投资成长型股票的共同基金。其中，表现最出色奖和最糟糕奖，都花落骏利资产管理集团（Janus Capital）。它在科技股繁荣兴盛之时创造了奇迹，在随后而来的时期中，又交出了令人绝望的答卷。20世纪90年代红红火火的日子过去之后，骏利集团用事实证明，不惜代价地坚守成长型投资之道，会遭遇灾难性后果。普莱斯看到恶风吹起的时候，能机智地通过多样化投资，离开纯粹的成长型投资之路。骏利集团颇费些时日，才领略这样的残酷教训。

可是，它那辉煌而荣耀的日子，也实在甜美醉人。当投资者看到任何名称炫耀般后缀“com”的股票，便会堕入爱河之时，骏利集团旗下共同基金看准了这是绝好的时机。该公司的投资组合中塞满了科技股和电讯股。在这段“逢网必high”的时期，骏利集团管理的资产以令人目眩的速度迅猛膨胀，从30亿美元急增至3 000亿美元。2000年年初，在美国所有新流入的投资资金中，有1/3涌进了骏利集团。比尔·克林顿总统将自己很大一部分退休金，投入该公司的旗舰骏利基金。1999年，该公司14只股票型基金中，有11只基金收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率超过50%，4只超过100%。

在古罗马神话中，骏利（Janus）是掌管变化和时间的神，因此有两个面孔，一面向前看，一面朝后看。1月（January），即每年的第一个月，其命名便是源于此神。而在美国的投资现实中，骏利这家基金公司并没有很快就做出变化，它拒绝承认出了问题，一直持有那些代价极大的科技股赌注，进入2001年后期，此时，除了住在池塘里的单细胞生物之外，人们早已明白它的投资组合功能失调了。尽管这家公司此后似乎渐渐爬出水坑，投资导向清醒得多，但一路过来已弄得遍体鳞伤。如果骏利的头儿们以前在狂热得忘乎所以的时候，问问与公司同名的“神”，“神”很可能会告诉他们，历史是有教育意义的。也就是说，抱着错误的心理，希望正在成长的东西一定会乐随人愿，继续越长越高，因而将注意力完全放在一个地方，是一件多么荒唐的蠢事。

骏利集团出道之初，并不是一个狂热追捧热门股的公司。创始人汤姆·贝利（Tom Bailey），本来一直在丹佛一家经纪券商工作，于1970年创立了骏利集团。这一年，由于经济处于衰退之中，通货膨胀又越来越严重，市场行情黯淡。贝利耐心地等待这段难挨的时光过去，又等着1973～1974年更加恶劣的市场下跌趋势结束，一直持有大部分现金，按兵不动。当时的事实证明他能敏锐地判断市场时机，同时他也高度重视对公司进行研究，偏爱规模较小的公司，因为这类公司更容易剖析。时至20世纪80年代，他的收益率达到两位数，引起人们的关注。1984年，他把公司卖给铁路企业堪萨斯城南方工业公司，赚了一大笔钱，同时又获得自由，可以不受妨碍地管理自己的业务。《财富》杂志上说，骏利集团的经理们开玩笑，称自己的母公司是“持有80%股份的小股东”。

贝利雇用众多有才华又有雄心的基金经理，比如从Alger Management资产管理公司请来了汤姆·马西科（Tom Marsico）。在骏利集团，基金经理报酬丰厚，拥有极大的独立性。随着20世纪90年代向前迈进，骏利集团从科技股中赢得了超人的高收益。马西科管理的骏利20基金采取冒险策略，只投资四五只股票，因此表现极为出色，加冕为基金业的超级明星。

但是，公司内部突然爆发了意见纷争。有些基金经理，尤其是马西科，感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到愤恨：崇尚享乐主义的贝利越来越分心，不理公司的日常事务，把时间花在滑雪、钓鱼和享受财富上，很少在丹佛总部露面。1997年，马西科试图将贝利赶下台，未能成功，大吵一番之后离开骏利，成立了自己的基金公司。堪萨斯城南方工业公司与骏利集团的关系也趋于恶化，经过一场耗时漫长的争斗，终于将这妄自尊大的子公司剥离出去。

骏利集团像鼓胀的鱼鳃般塞满了科技股，飘飘然昂首挺进2000年，全然不知整个科技股热潮行将终结。这是一场电影中慢动作般的崩溃，不是一次突如其来的瞬间坍塌。成长型股票粉丝自我安慰说，2000年3月科技股下跌，虽然触发了股市下滑，也只是暂时的市场修正行情。据晨星公司提供的数据，骏利基金这一年损失了15%，比标普500指数多损失6个百分点，不过仍接近其他成长型基金的下跌幅度。乐观情绪在骏利基金四处弥漫，他们以为传说中的报丧女妖已飘过屋顶，一去不复返了。

骏利基金的投资组合差不多原封不动，期待着回升行情的到来。然后，来到2001年，这只基金却又下跌27%。这是最坏的结果了，对吗？不对：2002年，它跌得更惨，跌去27.5%。祸不单行。这只旗舰基金及其亲族，还在安然和泰科上持有大量股份。安然是一家充满了欺诈的公司，发生了内爆；泰科也受到自身丑闻的影响而遭到伤害。骏利集团的很多投资者，起初还保持忠诚，最后只有夺路而逃了。

在骏利集团从泥潭中缓慢爬行的时候，贝利自己的日子倒过得不错。2001年，他根据之前敲定的协议，按照2000年市场下跌前的价钱，将自己在现已独立并发行上市的骏利集团中持有的股票全部脱手。成为身家数十亿美元的富豪之后不久，他从骏利集团退休，把时间都用在自己位于科罗拉多州的大牧场上，饲养和训练马匹。后来，《落基山新闻》一位记者请贝利谈谈自己亲手创造的公司，他回答说："我们不谈骏利，谈谈生活吧。"再回到骏利集团，更多大牌基金经理离开了公司。接下来，纽约州总检察官艾略特·斯皮策，开始调查骏利集团和其他基金公司涉嫌违法的不当交易。2004年，骏利集团同意与检方和解，支付2.26亿美元，解决了检方的指控。

骏利集团终于放弃一门心思追逐科技股的投资风格。该公司解聘了一半员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工，为了立些规矩，引进新的管理层。与斯皮策达成和解之前一周，公司请来嘉信集团前高管史蒂文·沙伊德（Steven Scheid）做首席执行官。高盛的盖瑞·布莱克（Gray Black）成了公司新的首席投资官，2006年，他接替了沙伊德。他们削弱基金经理至高无上的权威，提高研究分析师的地位，坚决要求基金经理的薪资与业绩捆绑得更加紧密。他们扩大骏利集团的研究范围，将跟踪研究的股票数量提高两倍，达到1 400只。

总体而言，骏利集团作为一家公司，似乎已活了下来，但身上还留着一些污点。

与先前度过的糟心日子很相似，2010年秋季，联邦公诉人因深入调查涉嫌内幕交易的案件，又向骏利集团以及数家其他基金公司发出传票。骏利集团一位女性发言人以捍卫公司的立场说："公司投资过程和投资人员均诚实守信。"

骏利集团或许已有了稳定，但它不再是先前的骏利了。到2009年，该公司旗下资产规模最大的10只基金，按晨星公司的分类，全都跻身于相应的业绩排行前50%之列。这是令人尊敬的表现，但不能让人赞叹。2000～2009年年底，该公司的旗舰骏利基金也只有三次打败标普500指数（分别在2003年、2007年和2009年）。骏利集团，就像其一度膜拜过的网络股一样（用托马斯·普莱斯的话说）鼎盛时期已经过去。



趋势投资看上去是一种不需要动脑子的策略，在金融界很多胡子灰白的人眼里，也是一种愚蠢至极的策略。托马斯·普莱斯不喜欢这种投资策略，他在买入一只股票前，首先要做调查，拒绝被股票近期因某种魔力而业绩高扬晃了眼。对于玩趋势投资的人来说，没有时间去详审公司基本面。但有些聪明人凭借趋势投资赚了大钱，他们所使用的明智审慎的判断方法，不是基于对公司资产负债表的剖析，而是基于股票最新的价格变动趋势。

对冲基金操盘手克利福德·阿斯尼斯（Clifford Asness），便是这样的聪明人。他蓄着络腮胡，好学博识，曾在高盛实习过，20世纪80年代，在芝加哥大学师从有效市场假说创始人尤金·法玛。我们在前面说过，有效市场假说认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为战胜市场非常困难，而且，该理论是指数基金得以存在的思想基础。法玛的研究显示，在长期里，小盘股和价值股往往表现最优。不过，阿斯尼斯发现，一个由众多趋势型股票组成的多样化组合，确实能跑赢大盘。由于尤金·法玛这位著名教授是自己的博士论文指导老师，阿斯尼斯告诉《纽约时报》时说，他“跟法玛说想调查趋势投资，当时非常紧张”。年长的法玛，可不是任何学说的奴隶，甚至也不受自己学说的束缚，他鼓励阿斯尼斯说，数据得出什么结论，便相信什么结论。阿斯尼斯经过调查开始相信：市场并不总是有效；市场会受人类情绪情感的牵引；这些都能加以利用。在高盛实习一段时间之后，阿斯尼斯创立了自己的对冲基金 AQR Capital 公司，他借助一个计算机模型，一旦发现什么股票呈现上涨趋势，便搭上顺风车，干得很不错。

AQR Capital 公司编制了自己的趋势型股票指数，该指数根据以往 12 个月 1 000 只估值最高的美国股票，价格上涨幅度最大的前 1/3 编制而成，并且每季度将成分股调整一次。这里的思路是，一只股票的上涨趋势，自开始爬升算起，往往会延续6～12个月；按季定期调整成分股，可以剔出上涨势头已逐渐减弱的股票。该公司做了一个名为“趋势投资案例分析”的研究，将 AQR 趋势型股票指数的年收益率，对照更为稳定的罗素价值型和成长型指数，在截至 2009 年 4 月的 30 年间，做了回溯测试。不断轮换成分股的 AQR 趋势型指数，平均每年上涨 13.7%，以 2 个和 3 个百分点的成绩，分别打败罗素价值型和成长型指数。

2009 年夏季，AQR Capital 公司发行了三只共同基金，使用这种方法投资大盘股、小盘股和国际股。在接下来的 18 个月里，除掉 2010 年第二季度之外，股市行情都很好，这三只基金的表现大幅度领先于市场，尽管这段时间非常短，绝不能判断它们的持久力如何。在这段时间里，三只基金的确将所持股票都完全换了手，这种做法会积欠交易费用，侵蚀投资者的收益。其实，相对而言，这几只基金的成本非常低，因为它们不需要去做很多代价高昂的研究。随着指数成分股发生变化，它们的持股品种也自动地重新调整。



这与科技股创造奇迹时期的个人短线交易做法太不一样了。那时，短线交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易者在娱乐室里，身披浴袍，面对电脑，敲击键盘，微有醉意地做着交易。现在很少见到个人短线交易者，因为科技股崩盘的灾难证明，被干净彻底地消灭实在太容易了。你持有的股票在电脑屏幕上不停地闪烁，稍失警觉，后果都可能是致命的。15 分钟前买了一只股票，分析师对这只股票做了简短的负面提醒，你没注意到？真糟糕，你正在准备点儿小吃，此时这只股票的价格却在汩汩作响地冲下马桶。正因为如此，这种交易风格，今天主要是在对冲基金和其他一些机构的专业交易员那儿才能看到。

专业交易员常常力图在仅仅几秒钟的时间内，进出一只股票。有些专业交易员干的活儿，全在市场开盘后和收盘前一段时间内完成，因为这些时间段正是交易量最大的时候。上午开盘后，隔夜交易指令和新的机构投资者计划需要付诸执行。下午收盘前一段时间，追踪指数的基金需要调整自己的仓位。在纽约的 Briargate Trading 公司，11:00～14:00，公司合伙人会悠闲地吃午餐，去孩子学校看看孩子，或是去打网球。有一次，他们走了五英里[⊖]，到布鲁克林大桥边，去品尝一家有名的比萨店里的比萨，看看味道究竟咋样。然后，他们返回交易终端前，继续精力充沛地做交易。

较长期成长型股票的玩家，其占据的地形比闪电交易员更安全，难以对付的问题也更少。乔·米兰诺（Joe Milano）可说是托马斯·普莱斯精神上的后裔，他管理的新美国成长基金（New America Growth），恰巧属于普信集团旗下。他不会将投资组合不停地搅动，与克利福德·阿斯尼斯的做法毫不相同。在“失落十年”期间，米兰诺的基金平均起来，每年领先标普 500 指数 2 个百分点，而后者每年平均下跌 1%。新美国成长基金的排名，连续接近晨星公司成长型股票排行榜最顶端。米兰诺在科技股和医疗保健股上集中持有大量仓位，这些类型的股票都给他创造了很好的业绩。

此外，米兰诺像投资价值型股票的基金经理那样，也能做到耐心持有。世界最大的种子公司孟山都，多年来尽情享受着强劲增长，在大衰退期间，它也与其他公司一样受到很大震动。但是，即便经济已开始复苏，该公司依然是逆

⊖ 1 英里 = 1 609.344 米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风劲吹：欧洲和日本的官方对其转基因农作物种子心有疑虑，其种子产品本是为了即便天公不作美，也产出更多更好的农作物；美国的农场主因为成本更高而抵制孟山都产品。孟山都股票的市盈率是29倍，算不上便宜。然而，米兰诺推断说，世界经济的增长意味着需要更多的粮食，因此，孟山都股票将重新获得护身符，展现出魅力。“中国人和印度人想吃更多的肉，”他说，“而牲畜需要更多的粮食。这正是孟山都产品流行的地方。”

老普莱斯先生有一个很好的观点，他认为公司有生命周期。但是，成长型股票可以演出第二幕。如果米兰诺说得不错，孟山都便将是这样的成长型股票，会重新给成长型基金经理的仓位增光添彩。再度焕发魅力的最佳例子要数苹果股票，它曾经是一只典型的成长股。汤姆·汉克斯在电影《阿甘正传》中扮演的幸运傻瓜阿甘，因为拥有苹果股票成了富人。到20世纪90年代，苹果几乎变成湮没无闻的名字。微软成了科技股世界的主人。

然后，这个胡子剃得不整洁、名叫史蒂夫·乔布斯、曾经被自己所创立公司撵走的人，又回到了苹果。他带来一系列令人惊奇又大受欢迎的精巧玩意儿，比如iPhone。2010年5月，苹果形象的巨大改变使其超过微软，成为最有价值的科技公司。这一年，苹果股票上涨了50%，涨至300美元以上。

这是一个关于成长型股票的精彩故事，这也正是人们投资成长型股票的原因。

拉斯洛·比利伊：跟着聪明钱走

从性情和投资理念上看，拉斯洛·比利伊与普莱斯先生有很多共同之处。比利伊作为资金管理人和金融咨询顾问，直言不讳地说自己属于支持成长型股票的阵营，他像盘旋的鹰一样，对于移动的东西，格外地警觉敏锐。但他对市场的智慧抱有怀疑态度，知道大众的热情有时可能会倾注在错误的对象上。他和一帮聪明的年轻同事，在康涅狄格州西港市一个小型办公场所，追踪股市中投资资金的流向，以便看清楚哪些股票富有吸引力。但不是随便什么资金动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向，都去追踪。比利伊集中注意力盯住机构以及其他聪明钱[⊖]的专业买家，忽略茫无头绪的零售投资者的动向。

成长型股票的投资者往往对市场持看多态度：一个行情消沉的市场，会损害目标是飞向天空的股票。有些市场评论员总是说看到前方有阴霾，比利伊对这样的预测者会失去耐心，他根据法国小说人物西哈诺·德·贝热拉克的名字，把这种思维模式叫做"西哈诺原理"，因为此人相信自己的大鼻子妨碍了自己爱慕的罗克珊爱上自己，结果这便成了一个自我实现的预言。"反面情形，"比利伊说，"总是更加合情合理。"不过，和普莱斯一样，比利伊知道，阳光灿烂的季节不会永远持续下去。2007 年，他告诫说前方会有麻烦。2008 年，他判断市场底部已经出现，稍微早了一点，然后开始买入，主要是吃进他偏爱的知名大盘股。

比利伊于第二次世界大战期间出生于匈牙利。德国战败，苏联占领后，父母立即带着年幼的他逃到美国，来美国后父亲做一名石匠。从纽约大学拿到工商管理硕士学位后，比利伊成了交易员，后又加入所罗门兄弟公司，在该公司逐渐升迁为股票研究部门的负责人。1989 年，他离开所罗门兄弟公司，创办属于自己的公司 Birinyi Associates。

他是一个坏脾气老头儿，在这方面与普莱斯不相上下。比利伊鄙视快速交易的心态。他说这是自找苦吃，并把这种高频交易的做法，戏谑地叫做"按动鼠标导致的墨菲定律"[⊜]。2010 年 5 月，股市突现闪电崩盘，丝毫没有让他感到意外。当时，道琼斯工业平均指数在五分钟内暴跌 600 点，创下该指数有史以来的单日最大跌幅，股市很快又原路返回，收复了失地。

小　结

- 托马斯·普莱斯在成长型股票投资理念的创立方面，地位最接近于本杰

⊖ 聪明钱，smart money，是指无论是牛市还是熊市，都能抓住时机获得投资收益的投资者。这类投资者往往投资经验丰富，消息灵通，能先于一般的小投资者了解上市公司的正面或负面信息；牛市买入的股票涨势惊人，熊市卖空的股票跌幅巨大。——译者注

⊜ 墨菲定律颇多，此处当指这样一条：凡事可能出问题，就必定会出问题。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明·格雷厄姆创立价值型股票投资理念。作为资产管理公司普信集团的创始人，他设定一些规则，用以发现值得购买的成长型股票。他买入的股票，一定要拥有10%的资本收益率，而且销售额和盈利要不断增长。他认为股票有生命周期，最佳投资时机应是其早期阶段。

- 一般说来，价值型股票在经济走出下降通道时表现最优，但在大衰退之后，由于遭到重大挫折的金融股在价值型股票中占据多数份额，成长型股票的表现占了上风。很多研究显示，在长期内，价值型股票战胜了成长型股票；但在有些时候，比如20世纪60年代和90年代，成长型股票风光无限，因此这时若避而远之，便是荒唐可笑。
- 像谷歌之类光彩夺目的个别成长型股票，即便是经济衰退来袭，亦能有相对优秀的表现。Krispy Kreme是一个令人悲哀的例子，它曾是一只成长型股票，风光一时之后，已经光芒褪尽。
- 曾经最出色的也是最糟糕的成长型股票投资公司当属骏利集团。20世纪90年代，该公司倾心投入科技股热潮，投资收益率迅猛飙升，因而受到高度欢迎。托马斯·普莱斯认为，明智的做法应该是脱离纯粹的成长型投资风格，进行多样化投资，不过，骏利集团并未慎重考虑他的建议，在科技股上滞留时间太长。当科技股崩盘之时，骏利集团惨遭重创。该公司现已变得更为保守，不再是先前自负十足的骏利。
- 趋势投资（简单而言，就是什么股票在涨，便买入什么股票）被嘲笑为不用动脑子的体力活儿。不过，也并非总是如此。克利福德·阿斯尼斯创立的AQR Capital公司，自行编制了一个成长型股票指数，根据回溯测试，在30年的时段内，该指数打败了罗素成长型股票指数和价值型股票指数。阿斯尼斯编制此指数所使用的方法，是根据股价表现，选取涨幅最大的前1/3美国股票作为成分股，并在每个季度重新调整一次。
- 如今，专业交易员进出一只股票，只在数秒钟内完成。而20世纪90年代的短线交易者发现，这绝不是业余选手玩儿的技艺。但投资于较长期成长型股票的基金，通过避免闪电交易，主动管理投资组合，取得了不错的投资业绩。乔·米兰诺是普信集团的基金经理，也是托马斯·普莱斯精神上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继承人，他像价值型投资者那样展示了投资耐心，会等待一只优秀的成长型股票恢复活力。

- 尽管托马斯·普莱斯提出告诫，说公司有生命周期，但成长型股票亦可以再度青春焕发。苹果曾是一只涨势如虹的股票，后来迷失了方向，现在又恢复活力，于2010年超越微软，成为最有价值的科技股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章

投资在别处

国际化投资

约翰·坦普顿在美国，差不多比任何其他人都更早地看到了这一点：在遥远的听起来名字很怪异的地方，投资有着迷人的魅力。20世纪中期，这个开朗乐观、待人友善、来自田纳西州小城镇的人，凭着开阔的眼光，洞察到国际投资已是可以摘取成熟水果的果园。他让信奉美国中心主义的同胞确信，在美国之外的疆域，已呈现出投资机会。他将既撩人又奇怪的各式各样外国股票，介绍给美国普通投资者。在这方面，他的贡献无人能及。

他对时机的把握非常准确，这正是美国人狭隘封闭的思想中，出现最初一些较大缝隙的时候。因为远隔重洋，与世界很多地方相分离，因为内心满以为欧洲人是傻瓜笨蛋，其他外国人又只是古怪奇特，美国人传统上一直觉得自己很特殊，别人都是非我族类。虽然美国是一个移民国家，但其理想始终是同化生于外国的新来者，让他们融入其间。有些人批评双语教育，说既然英语是国家的官方语言，在他们看来，教拉丁美洲移民的儿童学习西班牙语，便是执迷不悟，甚至是反美的表现。在美国，一般大众对世界上其他地方的了解向来极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少，也很不关心。在很多美国人的眼里，别人对英式足球痴迷疯狂，那实在是一种异常。如果你问一个欧洲人，他打电话，自己国家的区号是什么，他很可能会知道；而要问一个美国人同样的问题，他多半是不晓得。

然而，在过去的100年里，尤其是自第二次世界大战以来，越来越多的美国人对美国疆界之外的世界正在发生的事情开始感兴趣，这首先是因为留心新闻报道，然后是因为购买了外国股票。今天，绝大多数美国投资者，仍然偏爱自己国家的股票。据投资公司协会提供的数据，美国的股票型共同基金，其资产只有26%投放在外国股票上，尽管非美国股票在全球股票市值中占有一半以上的比例。虽然数据是如此，但40年来，国际投资已从先前实际为零的基础上，有了很大的增长。

美国在全球逐渐成为占主导地位的经济体，自20世纪初以来，美国公民不断派往海外参与战争，加上旅游业迅猛发展，这些都使美国人增加了对世界其他地方生活的了解。从乔治·华盛顿开始，政治家们曾警告说，与腐败的旧世界纠缠在一起是极为不利的。这是值得赞赏的主张。随着美国在经济上越来越强大，美国别无选择，不免要在世界事务中扮演重要角色，结果也只是保护了自己在海外越来越膨胀的利益。

自殖民时代以来，国际贸易对美国的经济一直非常重要。开始时，美国是出口国，烟草、棉花和皮毛是最初的主打产品，竞争极少。后来，美国的制造业产品和农产品，在国际贸易中占据统治地位，产品大规模出口到了需要机械和食品的国家。第二次世界大战给世界造成了巨大破坏，却使强大的美国公司得以填补市场真空。它们轻而易举便迅速扩张到那些遭到摧毁的外国市场。

然后，渐渐地，随着其他一些国家追赶上来，美国成了一个净进口国，因而对其他地方的产品提供者欠下了人情。今天，你可以试试看能否找到完全在美国制造的消费类电子产品。一个苹果iPhone手机，其零部件只有6%来自美国，整机是在中国组装的，其他零部件由日本、德国和韩国提供。

美国在国际贸易格局中，过于骄傲自信的支配性地位，其发生转变是不可避免的。经济学家大卫·李嘉图（1772—1823）提出的比较优势理论认为，任何国家在自己最擅长生产的产品上会占据主导地位，而且，这也是一个持续变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的状态。曾几何时，美国是世界领先的钢铁制造大国，随着其他国家以更低的成本产出钢铁，这一荣誉便逐渐失去。美国在石油上曾经自给自足，然后油田开始产出减少。20 世纪 70 年代，美国支持以色列，由此引发阿拉伯国家实行石油禁运。这一事件是“一剂令人精神爽快的补药”，说明在以前默默无闻的地区所发生的事情，也会在经济上对美国造成重大影响。石油管道铺就之后，一场糟糕的经济衰退继而发生。

第二次世界大战之后，美国在全球范围内劝导拆除关税壁垒，加速了国家之间的贸易往来。谁也不想再去看那座在大萧条期间，为了帮助本国经济而树立起来的关税高墙，这是一个帮了倒忙的举措，实际上最终让陷入混乱的经济更加混乱。随着一度被称为第三世界的国家变成繁荣兴旺的出口机器，已消除很多关税壁垒的西方国家，便急切地想购买它们的产品。托马斯·弗里德曼在其著作《世界是平的：21 世纪简史》中，按时间序列描述了以前发展受到阻碍的经济体，如中国和印度，如何发生了巨大转变，成了出口大国。“冷战”的结束，信息技术的扩散，他在书中写道，是较为重要的促进因素。

自 20 世纪 60 年代以来，外国产品，从日本的电子产品到欧洲的汽车，再到沙特的石油，成功地流进了美国市场。这让美国人看到，强有力的经济引擎隔海加快转速，呼啸而来。沃顿商学院教授杰里米·西格尔指出，1945 年，美国股票在全球股票市值中占 90%，1970 年占 2/3，现在已不足一半。为了分享其他国家速射般的经济增长，拥抱国际股票对美国人来说，绝对已变成一个明摆着的选择。

有些有钱人在新港海滩度夏消暑，于人生的成熟阶段，在世界各地灯红酒绿的大都会豪华旅游，他们已长期在海外做了投资。第二次世界大战之后，美国普通民众有了物质上的富足，这意味着那些不怎么显贵的美国人，现在也拥有了属于自己的家，可以去欧洲游玩，可以利用信贷，也想品尝被有钱人视为当然的投资机会所带来的滋味。

约翰·坦普顿因此创立了几只投资外国股票的基金，不过，回首当年，这还是一种少有的异想天开。在战后的岁月里，在他的同胞美国人看来，日本不过是一个战败国。而他作为早期投资者，已开始投资不为人所知的日本公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些公司如日立（Hitachi）和富士（Fuji）之类，名字听上去都滑稽可笑。他特别留意寻找便宜货，不仅相信价值型股票，也相信价值型国家。1954 年他设立的坦普顿成长基金，接下来创造了基金业史上最好的一些投资记录。这只基金成立之初放在其中的每 1 万美元，此后加上股利再投资，到 1992 年已增值为 200 万美元，这一年，坦普顿将这只基金以及其他由其设立的基金，卖给 Franklin Resources 公司。1999 年，《货币》杂志诙谐地称他"无疑是 20 世纪最了不起的全球股票采摘工"。

坦普顿有着很重的价值型投资倾向，他总是随时留意国外最新动向，思考可能会从中发现什么投资机会。1939 年，随着战争在欧洲爆发，他借来 1 万美元，买入 104 家公司的股票，每只股票 100 股，当时交易价全都低于 1 美元，其中 34 家公司处于破产状态。几年后，从所有这些投资中，他获得了巨大收益。

每当市场上出现大量价钱极低的便宜货，即出现坦普顿所谓的"最大悲观点"时，坦普顿都非常警觉。1997 年，亚洲经济接近崩溃的边缘，这对他来说是一个绝好的买入时机。在这样不好的时段里，他会留神观察。他预测到了科技股溃败，在 2000 年 3 月科技股暴跌之前，通过卖空纳斯达克市场上的股票，他狠赚了一笔。2004 年，他又预言，由于负债过多，主要是由于房价过高，这波牛市将会终结。"我年轻的时候，在 1929 年之后的三年里，很多人因为取消抵押品赎回权，丢了房子，"在住房市场激发的金融危机震撼世界四年之前，他告诉《福布斯》杂志说，"这很可能会再次发生。这不正常。这是周期性的，而且会对所有价格施加压力。"

在其基金管理公司年度会议上，被英国女王封为爵士的坦普顿，总是得到沃伦·巴菲特在人们心中激起的那种敬慕。在坦普顿基金公司举办的一次聚会结束时，一位衣着体面的老年女士，热情地举起双手与他单手击掌。"谢谢你，约翰爵士，"她颤着声说，"谢谢你，谢谢你为我做的一切。"

"我并没为你做多少事，"他以彬彬有礼的南方人样子对她说，"我所做的，不过是越过地平线朝远方看了一眼。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约翰·坦普顿，从视野狭隘的小地方开始起步，逐渐变成了一个真正的世界公民，他让自己从一个小城镇小商人的儿子，渐渐蜕变为一个成熟老到的投资策略家，即便是规模最小的国家，他也对其错综复杂的情况非常了解。他极其虔诚地信仰宗教（他是基督教长老会的一名长老，也在美国圣经协会担任理事），对人类抱有乐观的态度，相信世事最初看起来可能非常糟糕，但最终也许不会有坏结果。

在坦普顿看来，有一种宏大的意愿赋予宇宙以生命和活力，亲切宽厚的造物主便体现了这种意愿，引导人类走向更美好的明天。他断言信仰和金融紧密地联系在一起，他召开公司年会，总是以祈祷开场。他始终不变地开朗友善，对于积极思考的效用，持有与诺曼·文森特·皮尔（Norman Vincent Peale）一样的观点。“老是想着好事情，会让人有力量、心态平和、获得成功，”他有一次说，“而总是专注于负面的东西，会让人脆弱、痛苦、失败。”

尽管坦普顿家在美国南方有着很深的渊源，他也珍视这一点，并且他自己怀有坚定的保守主义观点，但他似乎从未变成一个多么狂热的爱国分子。20世纪40年代，很多年轻男人毅然决然地开赴战争前线，他却仍然待在华尔街。他的第一只基金设立于加拿大，当时，加拿大不征收资本利得税，而山姆大叔会在他费力砍下的排骨上咬上一口。加拿大政府的税收策略，对于坦普顿的投资者来说证明是大有裨益，这是当然的事情，同时事实也证明这是美国人将资产进行离岸管理的一个早期实例。20世纪60年代末，坦普顿宣布放弃美国国籍，移民至巴哈马群岛，这地方（你猜怎么着）税收负担要轻得多。他解释说，之所以要这样干，是想摆脱华尔街羊群效应的思维定式。

与美国同时代资金管理人相比，坦普顿的思维视野要宽广得多，这是因为他早年在海外做了广泛的游历。还在耶鲁大学读书的时候，作为一名顶尖学生，他获得了一份罗德奖学金，得以到牛津大学学习。在牛津，他研究法律，渐渐喜欢上英国绅士的品位。这一点大有用处，因为后来他成了英国国民，又由于在慈善事业方面做出的努力，被授予爵士封号。在牛津象牙塔四处弥漫着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦想的氛围里，待过一段时间之后，坦普顿和一位朋友开始踏上为期七个月的旅程，游历了 35 个国家。他们在旅行过程中尽量省吃俭用，因为在 20 世纪 30 年代，大家手头都很拮据。

坦普顿邂逅了不计其数的风俗、思想和信仰，从中学到了很多，不过，他会克制，至少在表面上克制不做评判，不去说那是有益还是有害。这一点，从一个冷血的投资者角度看，可能也是一个有利因素。1936 年奥运会由阿道夫·希特勒主持开幕，坦普顿看了六天比赛。他的传记作者罗伯特·赫尔曼，在书中写到，他每天上午都观看比赛开始的仪式，纳粹党忠诚分子会用 15 分钟时间举行这一仪式，其间众人高喊“胜利万岁”。一向不失礼节、乐观向上的坦普顿，多年后除了淡然地就事论事，向传记作者谈到他看到的情景之外，对于第三帝国没做任何评价。

坦普顿天性从容，临危不乱，在这次长时间的旅行中，似乎没有任何事情让他惊慌失措，不论遭遇多么不舒服，多么吓人。他和同行好友在保加利亚以流浪罪被拘捕，因为他们睡在一个公园里。由于无法向不会说英语的警察讲清楚，他们在跳蚤横行的监狱里度过了一夜。在加利利海边，他们探寻耶稣门徒詹姆斯和约翰的圣迹，住在沙漠居民的帐篷里，这次他们险些被人捅死。一群挥舞着利刃的阿拉伯暴民以为他们俩是英国人，而英国人当时正管理着巴勒斯坦人，或者犹太人。坦普顿的东道主让这群人相信，他们两个西方人既不是可恨的英国人，也不是讨厌的犹太人，于是，一场流血冲突就此避免。这两个年轻人还去了中国、印度和日本，有时就睡在木板床上。坦普顿告诉传记作者说，这次只满足基本所需的远行探险，让他了解到了遥远地方的不同民族和不同文化，一次豪华游根本无法让人领略到这些。赫尔曼在书中写道，这次旅行致使坦普顿“做出无人做过的决定，在全世界搜寻投资机会”。

他确实这样做了。后来，他卖掉自己的公司，隐退江湖，住进巴哈马群岛来佛礁可爱的大房子，在家里可以远眺一片高尔夫球场和大海，即便此时，他也不停地忙着管理自己的资金。在退隐后至 2008 年以 95 岁高龄去世的差不多 20 年里，他始终积极地进行投资，以此作为养生之道。2004 年，他大量吃进起亚公司的股票，说它是便宜货，接着在不到一年的时间里，起亚股票几乎涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了两倍。他会追逐新加坡和中国香港发行的债券，因为它们的政府负债极少。坦普顿将资金投出去之前，总是始终如一地尽可能了解一个国家及其公司界的情况。他会随意翻阅财务报表，也会向公司管理层和公司观察家查问很多问题。

这位身家数十亿美元的富翁，出行乘飞机从不坐头等舱，生活中毫不炫富，却把自己赚来的钱大量用于慈善事业，其中多数与宗教事务有关。他成立了坦普顿基金会，以期鼓励科学研究，并探索科学与万能的“上帝”之间的关系，现在这种研究叫做宗教科学。他设立坦普顿奖，用以奖励在精神领域做出创新的尚未过世的人。第一位获奖者是特蕾莎修女。使这一切付出成为可能，所需花费的大笔钱财，其积累始于当初他作为流浪旅行者去过的一个国家——日本。



自 20 世纪 50 年代一直到 80 年代中期，一向能预知未来的坦普顿始终重仓持有日本股票。20 世纪 80 年代中期，他感到日本的投资环境有些问题，便抛空绝大部分头寸，快速撤离，此时距这个“日升之国”奔向黄昏仅有数年之遥。在坦普顿投资日本的前 20 年，这个岛国享有人类有史以来最快的经济增长。接受了高等教育、严守纪律、奉行节俭的日本国民，致力于实现让日本跻身大国之列的目标。这一目标在 20 世纪三四十年代已证明难以实现，那时，日本军国主义者企图通过军事占领，在亚洲寻求至高无上的地位。战后的日本非常幸运，美国的核保护伞使其得到庇护，避免了将资源转用于军事领域，从而让日本得以集中力量发展工业，扩大出口。

20 世纪 80 年代，日本成为世界第二大经济体。日本的工商企业，具有受到大力赞扬的注重长期发展的导向，在全世界引起普遍羡慕（相比之下，美国公司心心念念想着的，是下个季度财务报表上的数字是否好看）。日本的经济增长，很大程度上缘于日本拥有巨型垄断组织经连会（keiretsu），这是公司间为了实现规模经营而组成的联合企业。一些书籍出版问世，赞扬日本人如何有天才，贬低美国人，说其多么蒙昧无知，比如，1995 年，埃蒙·芬格尔顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Eemonn Fingleton）出版了一部满怀感叹的著作，书名叫《从侧面偷袭：为何日本仍有可能在 2000 年之前如愿赶超美国》。

你可能注意到了这没有发生，2000 年没有，2010 年也没有，而 2010 年，日本国内生产总值比美国的 1/3 还稍差一点。20 世纪 80 年代，日本掀起房地产投机的疯狂热潮，导致经济泡沫出现震撼人心的爆裂。通货紧缩，这个曾是美国在大萧条时期绞尽脑汁对付的经济问题，现在让亚洲这个一度创造高速连续增长奇迹的国家陷入瘫痪。大约在 2005 年，也就是大衰退来临前不久，日本开始缓慢地脱离沮丧焦虑的停滞不前状态。虽然如此，往日那个昂首阔步、趾高气扬者已经消失在人们的眼前。此时分析师们做出诊断，认为不久前还具有巨大摧毁力的日本存在结构性缺陷。

一个共同的评价是：日本在组织利用其优势，以推进日本从战后瓦砾堆中走向卓越这一方面，表现极好，但做到这一点，只能凭借规模庞大的企业，也就是经连会。接下来的发展阶段需要创业家人才，即创建 Facebook 的马克·扎克伯格之类的人才，他们读大学的时候，在学生宿舍里就创造了商业帝国。日本人更愿意加入宽厚仁慈的巨型公司，不愿意勇敢地面对自行创业可能面临的失败风险。

约翰·坦普顿很清楚地知道，同时也毫不畏惧：日本的经济增长之路，尚未达到巅峰，便已到了尽头；这个国家已经被高估了。于是，他像惯常一样，凭着对时机的良好把握，赶紧撤出。他将投资组合中持有的日本证券，由占比 60% 狂减至 2%。但是，这位有着鹰眼一样敏锐眼力的投资家，突然瞥见另一个亚洲国家大有前途的侧影，这个国家将来可能会超越美国。他在接受《金融智识杂志》（*Financial Intelligence Report*）的采访时说："在短短的 20 年里，中国的国内生产总值将超过美国。中国的人口是美国的四倍，这绝对是可以实现的。"



2010 年年底，中国的经济规模超越日本，占据世界第二的位置。中国的国内生产总值大约为 5 万亿美元，而美国的国内生产总值 3 倍于中国。坦普顿和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他喜爱中国的人所做的预言会成为现实吗？中国一直在高速发展，据其发布的报告称，每年经济增长率平均为 9%。我们不妨说美国仅能维持 3% 的经济增长率，这与长期以来唱衰美国、预言美国将永远青春不再的悲观情绪基本一致。

那么，到 2021 年，中国的国内生产总值将达到美国的一半，为 20 万亿美元。不过，到 2031 年，中国刚好超过美国一点（中国是 28 万亿美元，美国为 27 万亿美元）。据国际能源署提供的数据，2010 年，中国取代美国成为全球最大的能源消费国，这可能就是中国经济总量超越美国的一个早期表现。中国之所以消费世界上最大份额的能源，是因为中国政府急切地采取一系列行动，为在全国各地大量出现的工厂和其他新的基础设施提供动力，由此消费了很多石油、煤炭、天然气以及别的任何需要的东西。

当今的约翰·坦普顿，从现在开始，就得问一个问题：最新出现的中国经济增长奇迹，其可持续性会如何。这位了不起的人物本人几乎从不出错，但在 20 世纪 90 年代，他基本上不碰医疗保健类股票，认为这类股票价格过高，因此错过了在持续增长方面表现最优的一个板块，未能从中受益（世界人口老龄化和医疗保健事业的进步，推动这一板块呈现出优异的表现）。从表面上看，中国似乎是日本模式的一个改进版。中国已将大量资金投入教育、基础设施和科技领域。手头有了 2 万亿美元的外汇储备，中国从收购一家澳大利亚矿业公司，到收购一个哈萨克斯坦石油企业，正在全球各地购买资产。规模巨大的外汇储备使中国有能力操纵其货币，据估计，人民币对美元的价值低估率为 40%。这对于中国的出口，是一个很大的优势。

中国取代日本成为受人偏爱的希望之星，这种切换发生于一代人的时间里，是历史长河中的一瞬间。1989 年 12 月，日本的日经 225 指数涨至最高峰 38 916 点；2010 年，日本这一最重要的基准指数，其点位是历史高点的 1/4（2008 年爆发金融危机之前，要稍高一点）。上海证券交易所在 1949 年中华人民共和国成立后关闭，1990 年重新开市交易，上证指数除了 2008 年股市大幅下调之外，一直稳步攀升。自 2005 年以来，上证指数已上涨两倍。

然而，也有大量理由让人怀疑，中国能否避开日本曾经踏入的陷阱。计划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济在中国较为显著，中国政府拥有众多国有企业，相比之下，日本的经连会看起来更像是来自主张自由放任资本主义的艾茵·兰德著作中的企业。

中国公司中的高管职位，往往由政府任命的较关心政治者担任，而不是由专注于公司经营、对股东负责的商人担任。中国市场研究集团的执行董事肖恩·雷恩，解释这种现象时说："你可以想象一下：奥巴马总统指示劳埃德·布兰克费恩，让他离开高盛公司，到摩根士丹利待几年，然后到美洲银行，再然后替代本杰明·伯南克，做美联储主席。"一旦经济增长早期阶段结束，重视政治的国有企业能通过创新，超越西方的公司吗？

在工商业发达的沿海之外，中国有分布广泛的贫困人口，这也是妨碍中国经济发展的不利因素。此外，以前在摩根士丹利任职过的经济学家谢国忠还提醒说，中国自己也有房地产泡沫，正等着哪一天突然爆裂。

持反对意见的人驳斥说，虽然在中国沿海一带房地产供给过剩，但中国其他地方并非如此。而且，中国人购买房产通常是用现款，不像美国人那样，是靠曾经毒害市场的危险的负债。看多中国的人说中国的个人收入和生产率仍然在漂亮地增长，并且将扫除任何社会问题。

不管怎样，对投资者来说，眼前的问题是：无论做多，还是做空，该如何投资于中国。就非中国公民而言，要在上海证券交易所或其他中国内地证券交易所做投资非常困难，因为有诸多技术上的限制。不过，中国现在有越来越多的公司股票在美国的证券交易所上市。

其中有些股票助跑阶段非常迅猛，不过，它们的波动性有时可能会比较吓人。对冲基金知道中国股票拥有能保证需求的名声，便猛扑过来，在股票交易上耍花招。2010 年 12 月，优酷网（Youku. com），即中国式的比特网（YouTube），以接近每股 13 美元的发行价登陆美国股市，仅在几天之间，这只股票便狂涨至 50 美元，然后又回落到 30 美元。一段刺激的旅程，有人美美地赚了一些钱，但不是那些在高位买入的可怜的投资者。有些人设法在上海证券交易所和其他中国内地交易所买到中国股票，但他们又遇到另一个问题，中国某些公司的信息披露存在欺诈性做法，让做尽职调查的投资感到很为难。在西方，上市公司捏造财务报表，若被发现，会面临严厉处罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的证券交易所要求的公司信息披露标准，相对高于中国的证券交易所，不在美国上市的中国公司的会计透明度，有时可能会有问题。中国市场研究集团的雷恩回忆说，有位客户想对一家中国公司的股票投资很大一笔钱，便请他的公司先探究一下这只股票所披露信息的真实可靠性。结果，雷恩发现，这家中国公司做假账，将数年前口头承诺但尚未签订协议的几笔交易，确认为收入。

中国被视为新兴市场国家中的一员，尽管中国经济的突出表现，毫无疑问让中国看起来已经走出早期发展阶段了。多数人将中国归入和其他三个快速发展国家共同所属的一个团体，称为“金砖四国”。另外三个国家是巴西、俄罗斯和印度。俄罗斯和印度过去都有一段时间经济增长受到妨碍。巴西和俄罗斯资源丰富，因此大宗商品，尤其是石油的价格，对它们的经济健康发展至关重要。

新兴国家有着繁荣兴旺和遭遇挫败的痛苦历史。1997 年爆发的“亚洲接触传染病”，就是最深重的一次如核反应堆堆芯熔毁般的挫败。当时，泰国政府希望消除本国压弯了脊梁骨的巨大债务，便让泰国货币泰铢贬值，结果引发泰铢暴跌。这场危机蔓延至印度尼西亚和韩国，并威胁着要席卷更多的受害者，直到国际货币基金组织出面干预，拿出一揽子救助计划，方告消退。在这段具有“最大悲观点”特征的时期内，坦普顿自然会被吸引。他重仓投资韩国，花很少的钱就拾到了极好的股票。他投出的资金一部分进了 Matthews Korea 基金，这只基金在 1997 年已跌去 95% 的价值。这场金融风暴平息之后，他赚了很多钱。

鉴于新兴市场具有这种剧烈起伏的特征，很难在什么时候能看清因祸而得的福何时会不期而来。由于多数新兴市场经济体在大衰退中，较之发达国家受损更轻，一旦最坏的时期过去，它们的股票便涨得更高了。由此引出一个问题：这会延续多久？

2008 年金融危机爆发之后，MSCI 新兴市场指数轻而易举就战胜了西方国家存在已久的基准指数，这些指数在危机期间的表现就像是冒失鬼、糊涂虫。2009 年和 2010 年，大量新增资金潮水般涌入投资新兴市场股票的共同基金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即便此时投资者在撤出投资美国股票的投资组合。

GMO投资管理公司董事长，深具智慧的杰里米·格兰森觉得，这种流行一时的狂热实在太过极端。新兴市场股票不再是便宜货了，他在GMO公司2010年秋季的业务通讯中说："现在每个人，都超重负载了新兴市场股票，多数人还明言，希望股票涨得越来越高。"



2010年，没有任何事物积极向上的地区是欧洲，这是70多年前，老坦普顿曾经艰苦跋涉过的地方。在他看来，这个旧世界没什么投资吸引力，因为这里征收很高的个人所得税，对公司企业制定了扼杀其发展的各种法规。在这里，要开办一家新公司或者裁撤员工，需要办理烦琐费时的手续，让人怀疑当局是想禁止出现新的竞争而不允许裁员。一般而言，欧洲的经济增长率为很低的个位数百分比。你或许会问，坦普顿为何能对中国燃起热情，却对欧洲心怀戒心。区别在于，中国一门心思放在追求经济增长上，而欧洲对此漠不关心，《像坦普顿那样投资》（*Investing the Templeton Way*）一书的联合作者司各特·菲利普斯如是说（另一作者为菲利普斯的妻子劳伦·坦普顿，她是传奇投资家坦普顿的曾侄孙女）。

尽管如此，在老坦普顿去世之后，欧洲处在痛苦不堪的境地，意味着欧洲已达到他所谓的"最大悲观点"标准，而且，还不止如此。2008年，欧洲国家曾鄙夷地俯视在其眼中愚蠢而幼稚的美国，它将自己拖进了金融泥沼；欧洲国家两年后醒来时，却发现欧元区，即17国货币联盟，有好几个成员国被自己设计的脏东西，卡得不能动弹。希腊和爱尔兰的大麻烦（主权债券价值严重贬值，国库空空如也，街头骚乱频繁）吓坏了这个星球上的每个人，让人有一种2008年似曾有过的怪异恐怖感。突然间，欧元对美元的汇率开始下跌。

事实证明，从爱尔兰到德国，由多个国家共同使用的欧洲通用货币是一个陷阱。通常而言，一个国家若在经济上处于危急关头，会让其货币贬值，由此使其产业更具竞争力，因为产品变得更便宜了。但是，希腊和爱尔兰，与同为输家的西班牙和葡萄牙，以及疑似输家的意大利一道，与欧洲最强健的经济体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德国捆绑在一起。不易激动的德国人，记得 20 世纪 20 年代马克巨幅贬值，曾撕碎了他们的市场，让他们的国家陷入一片混乱，因此无动于衷，毫无心情让欧元贬值。果不其然，很多欧洲市场便开始哔啵作响，在所谓的 PIIGS 五国（就是葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊和西班牙），证券交易所的股票跌幅最大，有的达到两位数的百分比。跌幅最惨重的要数雅典证券交易所，在 2010 年跌去 31%。

不过，按照坦普顿的投资思维定式，这种可怕的局面正预示着投资机会的来临。欧洲股票此时在全球估值最便宜，据估计，2011 年，其市盈率为 10.7 倍，相比之下，中国是 14.7 倍。

西班牙大型银行桑坦德银行（Banco Santander），其股价 2010 年下跌 35%，市盈率下降至很低的 8 倍。但其实，它是一家很坚实的银行，资本充足，股利收益率很好，在 5% 以上。这场欧洲危机的业障吓跑了投资者，使桑坦德银行之类的股票，成了像坦普顿那样的价值股玩家的猫薄荷㊀。倘若坦普顿活着，他定然会买入欧洲股票。

现在要买入股票，可以使用的工具是"军团"。既然坦普顿铺平了道路，众多共同基金以及后来的交易所交易型基金便孵化而出，使美国人可以很容易地投资外国股票。为投资特定国家股票而设立的基金也可以买到，尽管理财顾问往往会泼冷水，建议不要购买此类基金，宁愿购买多样性更强的基金。

安硕富时新华中国 25 指数基金自发行以来，一直在快速上涨，到 2009 年年底，已上涨一倍有余，而且，与美国股票的相关系数非常低。这只交易所交易型基金高度信赖金融板块，其中一半资产投资于银行股，投资集中度极高。投资更为广泛的股票型基金，通常向欧洲股票倾斜，欧洲股票在美国国际基金中，构成了 60% 的资产价值。

与此同时，相当多的美国个股，其公司在国外有着广泛的业务经营，比如美国家庭人寿保险公司（Aflac），总部设于佐治亚州哥伦布市，在日本是处于领先地位的保险公司。该公司的标志物是一只鸭子，日本家庭中普遍可以见到

㊀ 英文外来语，表示"很有吸引力的东西"。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的玩具复制品。美国的跨国公司，从医疗设备制造商百特国际（Baxter International）到可口可乐，有一半的营业收入来自非美国消费者。对于有国际意识的美国投资者，这些跨国公司的股票是一个便利的替代选择。

此外，很多外国股票在美国的证券交易所赢得了上市权利，这些股票以美国存托证券的形式上市交易。所谓存托证券，就是克隆版的母国股票。美国存托证券的原型于1927年首次出现，1985年，美国证券交易委员会就存托证券的监管，整理制定了系统的法规，致使其发行量大幅上升。中国人最晚参与美国存托证券的发行，最晚通过这种股票发行方式，利用现在仍是全球最大资本库的美国股市。如果你想购买不以美国存托证券形式上市的外国股票，比如德国宝马公司的股票，那么，任何经纪券商均可以为你在其上市国开立交易账户。

坦普顿虔诚地信仰“上帝”，他同样虔诚地相信，为数众多的国际股票对美国投资者的经济福祉至关重要。曾有一位采访者问坦普顿，如何评价同为价值型投资迷的沃伦·巴菲特。顺便说一句，巴菲特比坦普顿所能希望的富有程度，还要富有得多。巴菲特在非美国股票上的投资一直非常少。

“我认为他目光短浅，”坦普顿回答说，“他要是在外国股票上多花些时间，会更加富有。”

小　结

- 约翰·坦普顿最先让普通美国人有机会投资于外国股票。第二次世界大战之后，他发行坦普顿成长基金，这说明他极好地把握了时机。由于战争的爆发、美国在全球影响力的不断提升，美国人狭隘封闭的思想中，出现了最初一些较大的缝隙。一部分美国人愿意听从坦普顿投资国际股票的号召。
- 美国曾经在国际贸易格局中占据统治地位，在填补第二次世界大战造成的市场真空之后，更是如此。但在战争中遭到破坏的一些国家终于崛起，成为隆隆作响的出口机器。1945年，美国股票在全球股票市值中占有90%的份额，1970年为2/3，2010年则不足一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 坦普顿成长基金利用外国的经济发展，创造了基金业史上一些最优的投资收益纪录。坦普顿会做广泛的调查研究，不仅寻找价值型股票，也寻找价值型国家。每当市场上出现大量价钱极低的便宜货，即出现他所谓的“最大悲观点”时，他都非常警觉。比如，在 1997 年亚洲经济危机期间，他拾取了大量便宜股票，赚了很多钱。
- 坦普顿对时机的把握极为准确。20 世纪 50 年代，他早早地便投资日本股票，而在 20 世纪 80 年代中期，他又迅速撤离日本股市，因为他感到日本股票已经被高估，下跌将会来临。接下来，他最喜爱的是中国，因为中国经济的快速增长，使中国成了投资者的宠爱对象。但现在也有很多理由，说明中国为何可能具有与日本相似的弱点。
- 中国股票可以从美国的证券交易所买入，不过，在美国上市的中国股票波动性很大。在中国内地购买股票，对于外国人非常困难；此外，很多中国公司的会计透明度令人生疑。中国现在仍然归类于新兴市场集团，这个群体的股票在 2008 年金融危机之后出现了飙升行情，但新兴市场国家有着繁荣与挫败的历史。
- 坦普顿在国际投资方面做出了开创性努力，结果，现在有了众多投资于海外股票的金融工具。很多共同基金和交易所交易型基金专门投资于海外股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章

不坚实的房地产投资

房地产的吸引力

唐纳德·特朗普（Donald Trump），正经历着人生中一段非常黑暗的时期。他走在特朗普大厦（位于纽约第五大道的标志性建筑）的外面，突然看到对面人行道上有个无家可归的人，伸手拿着一个罐头盒。“那个男人比我富有。”特朗普对自己当时的女友玛拉·梅普尔斯这样说。

“你说什么？”梅普尔斯问道。她是个模特儿，金发碧眼，后来成为特朗普的第二任妻子。他们正走在全世界最豪华时尚的一条街上。58 层的摩天高楼特朗普大厦，是一处享有盛名的旅游景点，以其拥有桃红色大理石铺就地面、水幕高达 800 英尺的中庭而著称。特朗普名气很大，大在他敢于铤而走险，大在他对房地产业造成了冲击，大在他拥有巨额财富。过往行人会朝他挥手打招呼。谁也不理会那个无家可归者。

“街对面那个男人，”特朗普说，“跟此时此刻的我相比，身价要高出 9 亿美元。”

“我不明白你说什么。他哪里值 9 亿美元。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“不对，”特朗普说，“我们可以假定他一文不值。而我现在身价是 -9 亿美元。”

这是1990年房地产市场衰退最严重的时候。大有成就的房地产开发商，在20世纪80年代，为了上马大型建筑项目，举借大量抵押贷款，现在都“伤得缠绵于病榻”。特朗普受伤最为突出，无力应付的大量债务，像雪崩一样压在他身上。

然而，20年后，尽管又爆发了一次房地产崩盘，特朗普却恢复了盛名。据《福布斯》杂志报道，2010年，特朗普的财富净值高达24亿美元。确实，他近期开发的一些地产项目，由于受2008～2009年经济下滑的影响，也遇到了麻烦；他经营的赌场第三次深深陷入破产的困境，给公众投资者造成了损失。但特朗普通过经验教训，已学会如何在混乱的房地产世界活下来，并非每个开发商都是如此。

在所有的投资对象中，房地产属于最复杂、最需要慎重对待的一个类型。房地产投资可以让人变得非常富有，但投资若不小心，也能让人遭到彻底失败。原因在于，做房地产投资，无论是单个家庭居住的房屋，还是如特朗普大厦之类高耸入云的豪华建筑，都需要承担沉重的负债。很少有人有财力或乐意从自己的口袋里掏出现钱，去购买或建造不动产。人们求助于银行贷款，有时会借入太多的资金。但在形势变得不利时，巨大的债务很难让人应付。

老话说，所有的房地产都是地方性的。20世纪80年代，当油价下跌时，休斯敦火热的房地产市场，冷却的速度比丢在雨中的烙铁还要快。美国其他地方的房地产没有受到影响。自此之后，房地产市场逐渐变成了全国性的市场。这是因为华尔街深深地参与了和房地产有关的事务，尤其是在让买卖房地产得以实现的债务上涉人极深。房地产分为两类：一是商业地产，特朗普投资经营的房地产（如办公楼、零售业地产等）便属于此类；二是住宅类房地产，其中多数为单个家庭居住的房屋。整幢或分套出租的公寓楼在这两类中都有。若不假思索，你也许会以为，在高盛工作的那帮玩大钱的人，不会关心与普通夫妇收入的差距达到了25万美元。可是，在21世纪头10年中期，高盛的投资银行家和其他华尔街人却对此很关心。他们把普通夫妇用来买房子的抵押贷款弄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了手。其中很多人因此赚了不少钱，然后，极端混乱的局面也随之而来。

我们看一看经济处境极差的尼克·伊利奇夫妇。伊利奇因一次中风而身体残疾，他的妻子因患有肺病而丧失了工作和生活的能力。他们拖欠自己费城住房抵押贷款的供款，收到一份取消抵押品赎回权通知，为此进行了一场拼争。他们的住房抵押贷款总额为12.8万美元，贷款利息是12.7%，2009年，伊利奇拿不出钱支付供款，接到OneWest银行送来的驱逐出户的通知。他费尽周折，想要银行同意对贷款协议稍作修改，结果只是永无止境地做着徒劳的努力，整个过程中涉及多种文件的制作，打了无数电话。他告诉《费城调查报》说："如果我明天就死去，我希望能进天堂，因为我所经受的这一切都是地狱。"

住房市场危机触发了大衰退，危机之所以爆发，是因为住房贷款混乱不堪造成了恶劣影响。在美国各地，随着住房市场危机久拖不退，房屋价格从2006年的最高点跌去1/3以上。在房屋存量过剩的佛罗里达州，房屋价格跌得更惨。差不多1/4的抵押贷款持有人，其抵押贷款的价值要高于所住的房屋价值，这是一种可怕的处境，当时称为"待在水底下"。更糟糕的是，10%的优级抵押贷款处于拖欠状态，或者被取消了抵押品赎回权，超过30%的次级抵押贷款也陷入这种恶劣的困境。很多次级抵押贷款属于"三无贷款"——借款人借款时可以"无收入、无工作、无资产"。

在亚特兰大城外，有一处占地600英亩[⊖]的建筑工地，叫做碧水花缘(WaterLace)。时间已进入2011年，此处工地仍像是遭受原子弹袭击过似的一片死寂。美丽的湖水和弯弯曲曲的街道，提醒人们这本是一片高档住宅区。有四五座房子建设完工，里面的新住户对自己的房产价值忧心忡忡；邻近的一片片建筑用地仍然空着，布满了齐胸高的野草。据《亚特兰大宪章报》报道，这个地产项目的开发商已于2008年破产。开发商的贷款人——美康安全银行(Security Bank of Macon)，因受不良贷款的沉重拖累，也于2009年关门歇业。这样一来，碧水花缘就成了美国联邦存款保险公司的监护对象，看上去很难有

⊖ 1英亩=4 046.856平方米

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么人愿意继续将它建设下去。

房地产是一个充满残酷讽刺的领域。环绕地球，走过一半的路程，便能看到人类有史以来建造的最高建筑，它于 2010 年年初对公众开放。这座建筑名叫哈利法塔，高达 2 717 英尺，被宣传为阿拉伯联合酋长国迪拜皇冠上的明珠。这座令人陶醉的摩天大厦，周边配有办公楼、住宅、夜总会和清真寺，在烟花璀璨的展示和盛大的庆典聚会中，首次公开亮相。它象征着迪拜为跻身世界级城市而做出的最大努力。

不幸的是，迪拜这个因盛产石油而催生房地产热潮的世人关注的焦点，一个月以前，已在经济上陷入困境，很多房地产项目面临严重问题。近邻阿布扎比酋长国不得不出资援助迪拜，金额高达 100 亿美元。虽然哈利法塔（一度名为迪拜塔）在接受阿布扎比的援助后，为表示敬意，根据阿布扎比总统的名字重新命了名——已出售 90%，但迪拜的其他商业建筑仍是少人问津。在半英里之外，24 层的写字楼 Omniyat Bayswater 有一半空置。这些使得哈利法塔给人一种强烈的嘲讽感，让人们嘲笑这种诺言：房地产是可以少付出但能永远不停地给予的东西。



或许除了黄金之外，房地产比其他任何投资品，都能对人类的心灵产生不由自主的触动。栖身之地是人类的一个基本需求。人类最早住的是洞穴，即便是没有人性的野蛮人住在洞穴中，也会因有地方可以栖息而感到骄傲。大约四万年前，澳大利亚土著使用人类已知最古老的雕刻艺术，在墙壁上描绘树枝状的猎人形象，以此装饰岩石垒砌的住处。再过两万年，拉斯科洞穴居民绘制动物图画，已达到令人惊讶的成熟度。5000 年之后，在冰河时代，人类用猛犸的长牙和骨头制作精美的圆锥形帐篷，覆盖以动物皮毛。距今 5000 年，冰川面积缩小之后，人类进入新石器时代，开始用石头、木材和泥土建造简陋的小屋。

随着时间的逐渐推移，人们的住处从法律的角度来看，成了特殊场所，比如，美国的《城堡法》（Castle Doctrine）就有有关规定，该法又源自《英国普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通法》，其中有这样一个条款："一个人的住房就是他的城堡。"《城堡法》上说，你在自己的住所，对非法侵入和暴力袭击，可以为维护自己的生命和财产进行暴力抵抗。更进一步，有关当局若想进入你的住处，必须得有充分理由。

渐渐地，房地产的买卖在社会上成了一种力量。最初，国王拥有所有土地，后来，国王将土地出租给贵族，贵族又将土地出租给在土地上劳作的农民。任何土地的转让，只能在贵族之间进行，通常是因为联姻或死亡而发生。接下来到了工业革命时代，富裕的商人阶层和忙碌的中产阶级，有了相互之间买卖不动产的财力。

19 世纪 80 年代，美国的房地产销售人员成立一个行业组织，就是现在所谓的"全美房地产经纪人协会"，这个组织逐渐发展成为在华盛顿游说的最有影响力的团体之一。他们采用行业行为规范，以此消除妨碍房地产销售的落拓不羁的名声。在 1922 年辛克莱尔·刘易斯（Sinclair Lewis）出版的小说《巴比特》中，房地产经纪人乔治·巴比特感叹自己的社会地位时说："这些医生、教授和牧师装模作样，摆出一副'专业人士'的派头，真让人讨厌。一个优秀的房地产经纪人掌握的知识和技巧，得比他们当中的任何人都要多。"

随着美国的财富不断增长，巴比特的客户也越来越乐意接受拥有私房的观念。大众文化充分反映了这一点。在吉米·斯图尔特主演的充满温情的老电影《生活多美好》（*It's a Wonderful Life*）中，拥有房产的骄傲正是影片的主题。斯图尔特扮演的角色乔治·贝利是一家储蓄贷款办事处的头儿，为人和善，为移民和其他地位卑微的人办理住房贷款时，会给他们提供便利，好让他们能拥有自己的城堡。在他患难的时候，邪恶的银行家波特先生设计破坏他的贷款业务，要把他送进监狱，整个镇上的人都团结起来，站在自己的恩人一边。

第二次世界大战之后，亚伯拉罕·莱维特（Abraham Levitt）和几个儿子在纽约以东的长岛，在本是种植洋葱和马铃薯的农田里，建了一个巨大的住宅区。一群群乱哄哄的复员大兵，在政府提供融资的帮助下，抢购莱维特他们大批量建造的房屋。这些房子都用预先切割好的木材和混凝土制的厚板，以平均 30 天的速度建设而成。时至 1951 年，莱维特镇及其周边已有 17 500 家住户。在联邦政府的帮助之下，这些退役军人和他们的家人得到了为期 30 年的抵押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款，无须支付首付款，每月承担的购房成本与当前的租金相同。战后的房地产由此踏上繁荣之路。除了有些时段出现短暂停滞，比如 2008～2011 年，房地产始终保持着兴旺发展。

但是，即便在战后房地产一片兴盛的形势中，也有令人担忧的一面浮现出来。在斯图尔特主演的那部暖人心房的电影问世两年之后，即 1948 年出品的另一部电影向人们表明，拥有私人房产有时可能会多么困难。在这部名为《布兰迪斯先生建造梦想之家》（*MrBlandings Builds His Dream House*）的电影中，卡里·格兰特和默纳·洛伊将他们的家搬离狭小拥挤的城市公寓房，住到一个老旧的农村房子里，去享受田园风光带来的种种乐趣。但是，一切都和预想的背道而驰，让他们付出了高昂的代价，原来，布兰迪斯先生必须花钱将这座老房子拆除，重新建造。他们搬进新家的那天，房子还没有一扇窗户。多年来，这部电影被多次翻拍，比如，1986 年，汤姆·汉克斯和雪莉·隆就出演了《金钱之坑》（*The Money Pit*）。

除了筑巢的本能冲动推进房地产发展之外，有一个信念也推动了房地产的发展，那就是人们认为房地产是一种富有魅力的投资品。据说，随着时间的逐渐推移，房地产有了很漂亮的增值。据美国人口调查局提供的数据，自 1950 年以来，平均而言，经过通胀调整的住房价格已上涨两倍有余。这里有个小问题：房屋价格从未无波动地呈直线上升。最大的上涨时段，出现在第二次世界大战之后一段时间，以及1998～2006年。房价一路走来经历了数次严重下滑，分别发生于 20 世纪 30 年代、20 世纪 90 年代初，当然，还有 2006 年以来的一段时间。由于存在这几次房价大幅下滑的情形，根据耶鲁大学教授罗伯特·席勒编制的一个房价指数，1890～2005 年，经过通胀调整的住房价格平均每年仅上涨区区 0.4%。自 2006 年开始发生一系列令人不快的事情，房价下跌超过 1/3 之后，几乎没有人预期不久又会出现新一轮房价不断上涨的趋势。

在最近发生的房地产崩盘之前，出现了一波让人不免联想到淘金热的地产热。另一场围绕网络股的投资热于 2000 年崩溃，造成一片狼藉之后，房地产看起来像是一个自然而然的投资出路。科技股崩盘只是触发了一场非常温和的经济衰退，所以有足够多的人手头有现钱随时可用于投资，而且，依靠投资网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

络股发财的妄想灰飞烟灭之后，还有什么比房地产更坚实呢？美联储被科技股崩盘吓得心有余悸，让利率保持在低位运行。

美联储实行的低利率政策，像注射兴奋剂一样，为市场注入了便宜资金，由此在房地产领域造成的投机性恣意挥霍，达到了令人骇然的程度。最严重的房地产泡沫发生在美国沿海地带，尽管这场房地产热在全美几乎无处不在。据《商业周刊》估算，2000～2005 年，房价大幅飙升，平均而言，圣迭戈上涨了 137%，迈阿密上涨了 105%，纽约上涨了 94%，在内陆，像拉斯维加斯那样的地方，也暴涨了 103%。

到 21 世纪头 10 年中期，房地产在全美各地是最热门的话题，人们在家里后院中烧烤时会热议，奢华的游艇俱乐部搞晚会时也会高谈阔论。人们错误地自信不动产绝不会下跌（常常说，“他们再也弄不出土地来了”），这种自信满满的态度，给喋喋不休的交谈火上浇油，使谈话听上去带着一种虚张声势的荒唐气氛。新的专有名词让满溢着欣喜的交谈显得生动活泼。例如，“快速翻转者”（flippers），是指这样一类人：他们买入一处不动产，稍过一段时间，等价格上涨，便将不动产卖掉，赚一笔快钱。有一家名为公寓房快速转换的网站（condoflip. com），轻快红火地做着生意。“拆除房”是指已购买的较老的房子（通常买价都太高），新的买家可以将其拆除，在原地建起漂亮时髦的“麦克豪宅”。根据房屋权益确定信贷额度的贷款（HELOCs），使人们得以对已有房屋做高档整形。这种房屋权益贷款，从本质上看，就是二度抵押贷款，房屋所有人可以凭借不断增加的房屋权益借入资金——借款金额等于第一次抵押贷款与不断攀升的房屋价格之间的差额。

轻轻松松便能让人拿到手的贷款，常常假借很多机巧的名义。有些购买房屋的借款人受贷款前期利率低的挑逗，不顾以后贷款利率会迅速增加而借了款。又有些购买房屋的借款人拿到的贷款协议规定，最新迅速增加的利息支付可以附加到抵押贷款本金上，这意味着债务又会增加。如此一来，借款人要支付的还款金额，便又系在一笔更大的贷款上。即便是信用很糟或没有信用的人，也就是所谓的次级抵押贷款借款人，也能拿到这些“三无贷款”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



21 世纪头 10 年之所以出现房产市场繁荣，是因为有人富有想象力地利用了由来已久的抵押贷款融资方式。根据这一存世数个世纪的概念本意，一笔抵押融资，允许银行借钱给你，所借款项由你的房产价值做担保。随着时间的推移，一般在为期 30 年的时间里，你逐渐还清这笔贷款，其间，你每月向银行支付的供款包括两大部分：一是归还的部分本金，二是利息。如果你违约，也就是说本来你该向银行还款却未能做到，那么银行便会把你踢出你住的房子，将房子接收下来。这样一来，你的城堡以及你在房子上已逐渐积累了的权益便随之离你而去。“抵押”这个词源于法语，意思是“至死不渝的承诺”，根据承诺，抵押贷款持有人对贷款人负有的偿债义务，或者在债务清偿之后方告终结，或者在贷款银行通过取消抵押品赎回权，没收房屋之后方告终结。

时间随着一代代人而远去，这一套体系运行良好。然后，有个人啪的一声，突然在其上加了“一枚制动火箭”。结果，很多人因此赚了很多钱。时至 2008 年，“抵押”这个词的词根“死”，有了一个新的也是不祥的含义。

那个拥有制动火箭的人名叫刘易斯·拉尼埃里。乍一看，拉尼埃里并不像一个会改变世界的人。他曾住在布鲁克林区那个由他祖父经营的面包店楼上，在一个逼仄不堪的公寓房里长大成人。他嗓门很大，骄气十足，与华尔街八面玲珑的操盘手形象全然不同。但是，在 20 世纪 80 年代趾高气扬的投资银行所罗门兄弟公司，他作为公司里一个最重要的人物，处在一场运动的最前沿。这场运动使地位卑下的抵押债券脱胎换骨，变成一种超级热门的华尔街产品，像磁铁一样吸引了全世界的大资金。当他后来与所罗门兄弟公司关系完结的时候，一个全新的涉及金额数万亿美元以上的广阔市场已经开发出来，给很多人带来了财富，也最终给全球金融系统带来了灾难。

拉尼埃里推动并加以推广的这种金融创新，称为抵押贷款支持证券。后来，金融界的过激行为让抵押贷款支持证券变得非常危险，公正地说，拉尼埃里不应对此负责。如今，他负责主持一个项目，帮助那些有失去住房危险的人们。若把话说得夸张一点，他受到的毁誉与爱因斯坦很相似，爱因斯坦的科学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现后来导致了大规模杀伤性原子武器的出现。再说句公道话，抵押贷款支持证券也是一种大有用处的发明。只是有些贪婪的人把这种概念玩得太过火了。

持有抵押贷款的旧有方式，是将抵押贷款存放在创设抵押贷款的银行里。20世纪30年代，大萧条使众多抵押贷款创设银行陷入困境，联邦政府便成立了房利美，让其作为一个经济实体，从银行购买抵押贷款。这让银行得以腾出资本，放出更多的抵押贷款，从而重新启动房地产市场。房利美保证抵押贷款能按时还款。后来，联邦政府为了促进竞争，又设立了两个竞争对手房地美和吉利美。

20世纪70年代，吉利美创造出最早的抵押贷款支持证券，叫做“传递证券”。这个创意非常聪明：将一大批抵押贷款打包在一起，用这些贷款为债券提供担保。投资者买入吉利美的债券，收取的利息由房屋所有人抵押贷款的还款传递而来。因为联邦政府支持这种证券（对吉利美是明确表示支持，吉利美实际上相当于联邦政府的一个职能部门；对房利美和房地美是不明言地予以支持，严格说来，它们属于私营公司），所以，谁也不惧怕这种证券将来会出问题。“政府代办处传递证券”（agency pass-throughs，这是此类证券的知名叫法）通常支付的利息，较之可以相提并论的财政部债券，要高出一个百分点以上，因为除了别的影响因素以外，单个家庭的抵押贷款还可能提前偿付，可能出现违约，利率也更高。

然后，所罗门兄弟和刘易斯·拉尼埃里发现了传递证券，欣然敏捷地在这个尚未被世人发现的金矿上努力开采。所罗门兄弟抵押债券交易室的头儿本是罗伯特·多尔（Robert Dall），他一直在为抵押贷款支持证券的交易形成一个市场而努力，同时也试图在政府代办处传递证券的范围之外，创造出一些抵押贷款支持证券。渐渐地，所罗门兄弟公司创造的债券，便有了“民间标签”（private-label）抵押贷款支持证券的叫法。公司让拉尼埃里勉强愿意进入抵押贷款支持证券交易室，他本来在公用事业债券交易室做交易做得很成功。拉尼埃里开始时以为，调到公司里这个又奇怪又默默无名的角落真是落魄、失势。但不久之后，多尔就被撞到一边，拉尼埃里掌管了抵押贷款支持证券交易室，而且在20世纪80年代的投资热中，这种债券也正在扮演着一个很重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

角色。

拉尼埃里曾是大学辍学生，在叔父经营的意大利餐馆里干过一段时间之后，便到所罗门兄弟公司，起先在公司的邮件收发室做小工。他主持的抵押贷款支持证券交易室，酷似大学里的兄弟会。他喜欢雇用像他那样体重超常、蓝领阶层出身的人。他的部门是一个大吃大喝的圣地。迈克尔·刘易斯在其撰写的《说谎者的扑克牌》一书中，描绘了 20 世纪 80 年代所罗门兄弟公司抵押证券交易员的生活，据他在书中说，每个星期五是暴饮暴食的狂食节，这天，他们可能会订购 400 美元的墨西哥食品，还附带几桶五加仑[⊖]一大桶的鳄梨酱。"抵押证券交易员就应该是大胖子，肚子里发出咕噜声，利用自己的体量优势指手画脚，像日本的相扑选手一样。"刘易斯这样评论说。

拉尼埃里交易室里的交易员，常常会嘲弄"搞三项全能运动"、赚钱较少部门的交易员。令人难堪的恶作剧随时会发生。有一次，一位抵押债券交易员，正全神贯注地告诉拉尼埃里一个向海外卖出证券的计划，此时突然注意到自己的这位老板拿着一个比克牌打火机比划，火光摇曳闪烁。另一个交易员有一回大为震惊，因为他看到拉尼埃里将一瓶百利爱尔兰奶油倒进他的夹克口袋里。"这家伙埋怨说，那是他最喜爱的衣服，"刘易斯在书中写道，"拉尼埃里立即甩出四张脏兮兮的百元大钞说，'不要啰唆，买件新的吧'。"

对拉尼埃里来说，钱之所以不是问题，是因为他管理的抵押贷款支持证券业务极其成功，成了公司最大的利润中心。20 世纪 80 年代抵押贷款支持证券业务繁荣兴旺，引发房地产市场出现了火热的行情。这波房地产热没有 21 世纪头 10 年那么热烈，但足以强劲地推动新增房屋贷款大量涌现，而房屋贷款又为拉尼埃里提供了创造债券的原材料。人们相信是他发明了证券化这个专业术语，他也充分利用了这个概念。"民间标签"抵押贷款支持证券，这种不由房利美及其他政府支持机构创造的抵押贷款支持证券，在拉尼埃里的主持下崭露头角，给所罗门兄弟公司带来了滚滚财源。

抵押贷款支持证券的设计，基于一些令人发憷的数学运用。这类债券设计

⊖ 1 加仑 = 3.785 41 升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的麻烦在于，要预测房屋所有人何时会偿清抵押贷款，即创制债券的基础材料。人们卖掉住房搬迁出去，当然要偿清贷款——他们拿到卖房所得钱款，将其中一部分交给银行，这样便消除了抵押贷款。此外，市场利率走低时，房屋再融资会急剧增加。此时，房屋所有者以更低的利率得到新贷款，会清退以前的高利率抵押贷款。无论哪种情况，发生这样的贷款本金返还，在设计债券时，均需要作为一个因素予以考虑。拉尼埃里极好地解决了这个问题，他有自己聚集在一起的一流研究团队给予协助。

一段时间以后，拉尼埃里作为华尔街上一颗闪亮的明星，失去了耀眼的光芒。他遭到所罗门兄弟公司的解聘，因为他在诸多事务上，从业务策略到为手下人争取薪酬，都挑战着公司首席执行官的权威。接下来，他又干了几份其他的工作，比如让一家问题缠身的软件制造商再度获得成功，在此期间，他的体重减轻了很多。与此同时，他创造的那个巨人却是长了又长。

今天，据证券行业和金融市场协会的估算，抵押贷款支持证券的市场规模已高达9万余亿美元，其中大部分为政府代办处传递证券，民间标签债券大约占总量的1/4。抵押贷款支持证券的确具有这样的长处：能清理银行的动脉，并使银行得以在自己不保有堆积如山的抵押贷款的情况下，放出更多的房屋贷款。不过，世人也惊恐地发现，这种表面看起来温良的一套体系，有时可能会受到滥用。

我们先看看一种称为ARM的非常流行的房屋贷款，也就是可调整利率抵押贷款，它的利率浮动是基于伦敦同业拆借利率之类的利率指数。可调整利率抵押贷款，其最初的利息支付往往低于房屋所有者若不使用这种贷款，便可能拿到的传统抵押贷款，而后者的利率支付在整个贷款周期里保持稳定。但是，倘若伦敦同业拆借利率开始上升，那么可调整利率抵押贷款的利率也随之上调。

这种可调整利率贷款有一个非常有害的变体，在房地产过热期间还很受欢迎，就是附带选择权的可调整利率抵押贷款，房屋所有人可以选择是否还款，通常还款数额都不大。面对这种贷款，很多人无法抗拒它的诱惑。他们拿到附带选择权的可调整利率抵押贷款，购买那些比使用其他种类贷款价钱更昂贵的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房屋。拖欠一下这个月的抵押贷款供款？为什么不？到期未付的利息部分会附加在贷款上。如果欠款金额达到某一标准，比如达到原始贷款金额的110%，那么，可怜的房屋所有人要承担的利息便会膨胀，常常是达到付不起的程度。

为了兜售附带选择权的可调整利率抵押贷款及其“杂种兄弟们”，一个分布广泛的销售机制应运而生。到2006年，全美各地有大量抵押贷款经纪处，它们放出的抵押贷款占所有房屋贷款的80%，贷款数量达到10年前的两倍。银行派出这些销售代表抢夺市场份额。为什么，银行问道，我们就应该干等着要买房的夫妇在分行门前徘徊？花钱把销售队伍撒出去，去引诱新的借款人。

抵押贷款越是新奇，贷款经纪处拿到的佣金就越是甜美。对于贷款经纪处和银行来说，审核借款人的资信状况，根本不属于优先考虑的问题。它们可以将所有来自附带选择权的抵押贷款的盈利，预先核算入账，哪怕借款人可能永远也不会还款。银行有一个极好的推脱责任的借口：华尔街愿意大批量买入银行放出的抵押贷款，然后将抵押贷款打包捆绑，使之变成抵押贷款支持证券。所以，如果贷款出问题，银行毫不在乎。对于银行放出的很多贷款，银行只是在发挥一个导管的作用，而且，抵押贷款支持证券的市场表现强劲。由于渴望赚钱，提升投资收益率，对冲基金、养老基金以及其他机构投资者狼吞虎咽，大举吃进抵押贷款支持证券，胡吃海塞的放纵吃相，恐怕连拉尼埃里他们的狂食节，也显得像上流社会装模作样的优雅做派。

然而，过了一段时间，金融界玩聪明玩过了头。他们拿来抵押贷款支持证券以及其他债务，把它们放在一起，再打包成规模更大的证券，这些再度衍生的证券具有抵押债券担保证券（CMOs）和债务担保证券（CDOs）之类的名称。非常怪异，也非常矛盾，这些东西竟又流向了银行，银行本已把单个抵押贷款从自己的账册上弄掉，交给他人去实施证券化，现在却又看到自家办的贷款（以证券化的形式）像飞回镖一样，返回到自己的手上。原来，抵押债券担保证券和债务担保证券回报率很高，看上去也很安全，银行受此诱惑，便举债将其买入。在购买这些金融工具的背后，有一种错误的信念，以为华尔街的巫师们能评估所有这些轻飘飘的纸的价值，能为每张纸测算出有多大的风险。金融家们参与这种坑人的勾当，赚到了沉甸甸的奖金。只要房屋价格保持上扬，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要房市泡沫继续膨胀，每个人都有钱可赚。

可是，古老的投资格言在此仍然实用：树不会长到天上去。终于，在2006年年末左右，房价达到了最高峰。世人醒来时发现，金融体系已开始发生崩溃，因为住房债务已渗入金融领域的每一个犄角旮旯，达到极高的程度，呈现出错综复杂的局面。联邦政府不得不出资救助银行，并且实际上也收购了美国国际集团。这家巨型保险公司陷进与抵押债务有关的流沙，越陷越深，已没至胳肢窝。联邦政府对房利美和房地美也同样实施了接管，这两家被普遍认为是私营公司的机构，发行了天文数字的新潮抵押贷款相关证券。虽然2000～2002年的科技股崩盘令人痛苦，但其影响不像房市崩盘那样无处不在，房市崩盘威胁着摧毁全球经济。



如果说让人焕发热情的房屋增值不再被视为一个正确的基本事实，而抵押债务又几乎将我们推搡进大萧条2.0时代，那么还有什么人，能从住宅房地产的投资上赚到钱吗？有的，在某种程度上，有人能做到。要赚到钱，关键是要避免受到推销花招的诱惑。而房地产业受推销花招的吸引，就像铁屑被磁铁吸引一样。

20世纪80年代，一些人成立房地产有限合伙公司，利用避税的噱头，吸引人们进行房地产投资，造成了投资的彻底失败。这些有限合伙公司让投资者拥有如公寓楼之类的项目。它们的推销花招是说服投资者：楼房是铁定赔钱的东西，而这可以让投资者在缴税时申报投资损失，以抵消投资组合中其他投资的投资收益。然后，在1986年，美国国会取消了这种税收优惠；这一税收政策的取消，与20世纪80年代后半段发生的储贷危机也有很大关系。

目前，与抵押贷款相关的债券已走出大衰退期间所处的困境，虽然风险仍然不小，但有了令人感兴趣的表现。美联储曾在一段时间里从房利美和房地美大举收购抵押贷款支持证券，以期阻止市场崩溃。然后，在2010年，美联储逐渐停止这种大买特买的行动。由于美联储给予支持，房利美和房地美发行的抵押贷款支持证券，一度以1美元面值按103美分的溢价进行交易。美联储终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止购买之后，这些债券的价格又趋于下跌。房利美和房地美仍然有联邦政府不明言地给予支持这一长处。联邦政府不会让它们破产倒闭。

然而，在这场金融危机结束之后，“民间标签”抵押贷款支持证券变得更便宜了，因为几乎没有投资者愿意购买。问题在于，人们仍在怀疑，这些抵押贷款支持证券中的某些证券，其包含的抵押贷款有很大的违约可能性。刘易斯·拉尼埃里的宝贝成了弃儿，2008～2009 年，这类证券几乎没有新券上市。

2010 年，出现了一些微小的迹象，表明民间标签抵押贷款支持证券的新券并没有灭绝，因为银行已开始打包“特大号”抵押贷款，这些贷款规模太大，房利美或房地美无力收购。与此同时，市场上已经可以买到深入分析民间标签抵押贷款支持证券的软件。这类证券有其好的一面，即稀缺性，这意味着市场稍有需求，便能推动其价格上涨。当然，像其他任何债券[⊖]一样，要购买抵押贷款支持证券，单笔交易金额在 1 万美元以上才有意义。

在金融危机爆发之前，有些聪明人想出简单易行的办法来投资抵押贷款支持证券，即设立专门投资这类证券的共同基金。表现最好的这类基金都勇敢地经受住了 2008～2009 年的考验。其中有一只明星基金，叫做 TCW 整体收益债权型基金，在金融危机中一些最痛苦的时段，很聪明地横渡了抵押债券市场的湍急洪流。2008 年，其他众多基金纷纷遭到惨败，这只基金却努力创出 1% 的收益率。即便 2009 年 12 月，由于一场政治争论，TCW 集团解雇了明星基金经理杰弗里·甘德拉奇，这只基金仍然很好地渡过了风波险恶的市场激流，次年收益率达到两位数百分比。

既然抵押贷款支持证券近期历史非常糟糕，为何还要在这类证券上费心费力呢？价值型投资者的信条使然。这类证券已受忽视，无人关爱，无论跳进去投资哪一只，都是绝好的时机。看上去，历史不太可能很快重演，抵押贷款不太可能再次跌入深渊。没有抵押贷款的世界将是一个疯狂的世界，因为除了那些能以现金购房的人，不凭借抵押贷款，谁也无法买到房子。于是，在某个时点，复苏似乎已经准备就绪。

⊖ 原文如此，此处疑为“证券”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了用住房债务实施金融炼金术之外，一种更为平淡无奇的以住宅投资为导向的投资方法，长久以来一直可以为人们所利用，这就是历史悠久的辛苦地做一个业主的投资方式。这种投资劳动密集度很高，看起来似乎不值得去费心尽力。租户地下室的管道爆裂了？这是你要解决的问题。你最大的期望是，坚持下去，直到上涨的房价能让你卖出房子，好好地赚上一笔，或者，房屋租金能涨得足够高，可以补偿你遭遇种种麻烦时的内心焦虑。拥有大量不动产是做业主的另一种途径，不过这需要投入巨量资金，而且需要承担大得令人忧心的债务。

投资房地产，最艰苦乏味的，是拥有一处商业性物业。房地产内行人士使用一个计算公式，算出自己在租赁用不动产上能赚取多大的收益率，这种收益率称为“帽子比率”（cap rate）。这个比率相当于股票的股利收益率，用租金收入除以物业价格即可算出。从整个美国角度看，帽子比率大约为8%～9%，比从股票股利中赚到的收益率要好（股利收益率平均为2.4%）。当然，你不得不为物业的保养维修、房地产税和抵押贷款利息付钱，这些都得从租金收入里拿出钱来，所以你的收益率会削掉很多，或许会削掉一半。物业内若有空置的单元，又要发生一笔费用；业主总会预计有些单元无人租用，不会带来收入。自然，业主会遇到一个跟钱没有直接关系的麻烦。拼命地争取新租户，留住现有租户，是免不了要去做的事。

做业主稍微容易一点的途径，是把你自己的住房租出去。如果为一份新工作，你必须搬走，同时当地房市又表现欠佳，那么这样做便能收到很好的效果。推迟出售住房，等待房市回升，是一个聪明策略。此时，税法可以帮你的忙。在这处不动产接受专业价值评估之后，你可以抵扣利息成本、保险费以及其他费用。最大一项税收抵扣来自房屋折旧，也就是你每年从住房评估值中核销的一部分住房价值。这项税收优惠，是1986年废除的消极损失抵税规定的一个残留，可以用来抵消你的其他收入，比如工资收入，抵消幅度最高达2.5万美元。要利用这项优惠，有一个限制条件：你每年经过调整的收入总额必须低于10万美元。若超过这一收入水平，此项优惠便很快递减，并在达到15万美元时消失。与此同时，你还得确保你的租户能按时交付租金，若他的抽水马

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

桶在凌晨3:00溢流，他就必须在场。在这里，不太可能创造真正的财富。



一个更可取的选择是求助于华尔街，让他们代表你去做业主。是的，就是那些用欺诈性的房地产债务产品，几乎把整个经济摧毁的家伙。他们发明了一种称为“房地产投资信托基金”（REIT）的基金。你可以购买这种基金的份额，通常情况下，这种基金会派发相当不错的红利。与金佰利或IBM那种公司派发的常见红利不同，房地产投资信托基金派发的红利会按更高的一般收入税率纳税。你能得到的税收优惠是：有时候，房地产投资信托基金有一部分红利称为“资本返回额”，实质上，它反映的就是折旧，可以免征税收。

不动产信托是房地产投资信托基金的原型，可以追溯至19世纪80年代，那时，不动产信托若将其收入分配给投资者，便允许免交公司收入税。20世纪30年代，这种优惠的税收状况结束，但在第二次世界大战之后，随着房地产投资需求大幅上升，1960年，艾森豪威尔总统签署了一个有关法案，这种优惠的税收政策又再次出现。如此一来，现代房地产投资信托基金便应运而生。1986年，消极的投资税收优惠政策被废弃，将大量房地产投资者导向投资房地产投资信托基金。这一年，法律还做出变更，允许房地产投资信托基金直接管理自己的不动产。1993年，联邦政府取消一项禁令，允许养老基金投资于房地产投资信托基金，这让流入其中的投资资金大大增加。此前，20世纪90年代初，房地产市场下滑，多数房地产投资信托基金努力做到了避免出现重大损失，所以对于大资金投资者和个人投资者，似乎具有双倍的吸引力。

20世纪90年代，很多大型房地产公司转型为房地产投资信托基金，由此得以通过发行基金份额筹集新资本，从而减弱了传统上对债务的依赖程度。在接下来的20年里，房地产投资信托基金仅遭遇了一些小问题，总收益率（基金份额增值率加上红利收益率）每年均在两位数百分比。只是在信贷危机爆发之后，房地产投资信托基金的总收益率才趋向下跌，在2008年是令人扼腕痛心的-38%。此后，多数房地产投资信托基金凭借固有的优势，都重整旗鼓，光复了失地，并非所有失地，是多数失地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产投资信托基金使投资者得以成为商业性地产的业主，具有一个很大优势：它们的房地产投资组合由专业人员管理。显然，房地产投资信托基金的投资者对于投资策略，没有直接发言权。你不喜欢百老汇大街 222 号的租户？这很难办。如果投资者不喜欢信托基金目前的运营情况，那么投资者唯一的选择只能是卖掉基金份额，用脚投票。一只房地产投资信托基金，若想购买一处物业，会利用其专业技能，去调查此处物业在物理上和经济上是否健全。房地产投资信托基金拥有规模经济，因此其管理运营成本，要低于经营单一物业的业主。现在大约有 136 只公开交易的房地产投资信托基金，其中多数拥有物业；这类房地产投资信托基金称为“权益型房地产投资信托基金”（equity REITs）。其余的房地产投资信托基金，如 TCW 集团的信托基金，其投资对象是抵押贷款和抵押贷款支持证券。

权益型房地产投资信托基金拥有办公楼、宾馆、独立仓储（self-storage units）、公寓楼、附设脱衣舞表演的购物中心、区域性商场。这些信托基金往往专业经营某一类不动产，在其领域内已逐渐发展出专业运营能力。宾馆很可能是风险最大的一类，因为宾馆没有长期租赁用户。房客入住宾馆往往仅待上一两夜，然后便离开。经济不景气时，入住宾馆的客人会减少。专门经营宾馆物业的 Sunstone Hotel Investors 信托基金，于 2006 年收购 W 圣迭戈宾馆，后来被迫将之交给贷款银行，因为此处不动产未能产生足够的营业收入，用以支付抵押贷款供款。风险最小的房地产投资信托基金，是专门运营公寓楼物业的公司。人们总得住在什么地方。这个板块的信托基金较之其他类型的信托基金，能更好地顶住经济形势的急剧变化。在经济衰退期间，单个家庭居住房屋的销售会下跌，因为很多人无力支付住房抵押供款，或者没有资格获得住房融资。

因为房地产投资信托基金拥有数十处，乃至数百处不动产（美国有 1/10 的商业不动产在其手中）所以，与其他业主相比，它们能更好地承受租户的搬离。虽然 2008～2009 年的熊市，对房地产投资信托基金的不利程度与对其他投资品一样，但房地产投资信托基金后来的确要便宜得多。据房地产研究机构 Green Street 公司提供的数据，房地产投资信托基金份额的市盈率，从房产热期间的 25 倍，降至 2010 年的 13 倍。（房地产投资信托基金的盈利，称为调整后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运营收入，是净营业收入加回折旧，再减去维修保养成本计算而成。）

为了挨过艰难时期，有些房地产投资信托基金削减了红利，或拿新的基金份额作为红利派发。它们持有的一些不动产空置率太高，使之不得不大幅削减租金，以吸引新租户，留住原有租户。股票市场于 2009 年出现反弹行情，很多房地产投资信托基金争先恐后地赶忙筹集新资本，以填补资产负债表上的漏洞。它们增发新的基金份额，这稀释了原有投资者的权益，但让它们重新处于健康的财务状况之中。

房地产投资信托基金的红利收益率常常在 4% 左右，给人的感觉是一种非常好的长期投资品种。有些实力最强的房地产投资信托基金，如办公楼业主沃纳多房地产信托公司（Vornado Realty Trust）和专门运营大型商场的西蒙地产公司（Simon Properties），利用市场下跌的趋势，抢购处于困境的廉价不动产。大衰退造成实力薄弱公司被淘汰的局面，使实力强大的公司得以抓住时机，进行这种秃鹫式乘人之危的投资。

房地产投资信托基金，毫无疑问，也要承担大量抵押债务。其中多数信托基金能明智地对之加以利用。即便在房产热最为疯狂的时候，房地产投资信托基金的平均负债率，也只有其所持不动产市场价值的 43%。有些房地产投资信托基金，却不能抵抗债务的诱惑，过分夸大举债的好处，因此举债购入更多的不动产。这也说明精明的房地产运营者并不总是会做最精明的事，投资者应该对它们多加提防。债务太多与过于乐观加在一起，难免会产生不良后果。金融法术也不能予以纠正，永远不能。



GGP 公司（General Growth Properties）的经历，是涉及有毒的债务负担和房地产投资信托基金的一个最引人注目的故事。这家房地产投资信托基金本是一个风格稳健的业主，在美国中部集中运营二流百货商店，后来彻底改变形象，变成世界舞台上的一个大玩家。2004 年，GGP 公司以 120 亿美元的价钱，收购一家竞争对手罗思公司（Rouse Companies），旗下由此添加了一些备受人们珍视的零售商业中心，如波士顿的佛纽尔市镇厅市场（Fanueil Hall Market-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

place）和纽约的南街海港（South Street Seaport）。这家房地产投资信托基金，持有美国45个州内200余家大型购物商场的股份，或者对之进行运营管理。它投资的大型购物商场拥有一些高端租户，比如蒂芙尼公司、萨克斯第五大道精品百货店（Saks Fifth Avenue）和内曼·马库斯百货公司（Neiman Marcus）。GGP公司的投资组合中包括全球规模最大的露天市场，位于夏威夷火奴鲁鲁的阿拉莫阿纳中心（Ala Moana Center）。为了投资这些不动产，债务占资产的比率膨胀到令人窒息的程度，高达83%。2009年，这家臃肿的房地产投资信托基金宣告破产。

GGP公司的覆灭，对巴克斯鲍姆（Bucksbaum）家族来说，是一个家族性悲剧，该家族将最早持有的一点点地产，渐渐培育发展成一个不动产帝国。马丁·巴克斯鲍姆和马修·巴克斯鲍姆两兄弟，扩展食品杂货店生意，在艾奥瓦州锡达拉皮兹市的市镇购物中心，开了第一家众人向往的购物商场。为了吸引家庭购物者，他们安装了儿童玩耍的蹦床。马丁比马修精力更为充沛，是一个工作狂，总是辛苦劳作至半夜，勤勤恳恳地算账。此后，他们投资的购物中心，在战后美国各地雨后春笋般突然冒出来。巴克斯鲍姆家族因此变得极其富有，20世纪90年代中期，他们将公司总部从小城市Des Moines，迁至大都会芝加哥。马修·巴克斯鲍姆住进芝加哥一栋豪华奢侈的摩天公寓，家里布满了艺术品，每到新年之夜，他会在自己位于科罗拉多州阿斯彭的静居所，举办明星云集的派对。

成功给这个家族壮了胆，他们开始购买更多的不动产。首先，他们收购CenterMark Properties地产公司的一部分股份，让家族在洛杉矶和华盛顿的市场有了重要影响力。第二年，GGP公司和四家公司合伙收购西尔斯·罗巴克公司旗下的霍马特地产公司，又为自己带来40个大型购物商场。这家房地产投资信托基金在人们的心目中，赢得了精于投资的盛名。它投出1.8亿美元，从保德信保险公司一次性购入19处购物中心，三年后将其售出，赚了1.08亿美元。

马丁·巴克斯鲍姆1995年死于心脏病发作，兄弟马修接管GGP公司。马修四年后将公司交给儿子约翰掌管。约翰是个争强好胜的家伙，热衷于自行车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运动，偶尔会和兰斯·阿姆斯特朗一起训练。在约翰和首席财务官伯尼·费恩鲍姆的领导下，GGP 公司为了进一步扩展规模，举借大量抵押贷款。2004 年，该公司以 30% 的溢价收购罗思公司。融资中有很大一部分为浮动利率抵押贷款，这在当时似乎是很聪明的做法，因为市场利率在走低。这宗交易还附带罗思公司以前承诺的与霍华德·休斯遗产有关的一项义务，即购买拉斯维加斯城外的几大片土地，由此迫使 GGP 公司又举债 10 亿美元。

只要一切都保持上涨，便没有什么好担忧的。但随着次级债危机蔓延至整个金融界，GGP 公司发现自己再也无法将抵押贷款接续下去。最先显出麻烦的，是该公司无力偿还由拉斯维加斯零售地产担保的抵押贷款。购买霍华德·休斯的土地遗产是一场梦魇。2008 年年末，这家房地产投资信托基金的基金份额呈直线暴跌，公司董事会免去约翰·巴克斯鲍姆首席执行官一职，尽管仍然让他继续担任董事长。该公司轰然倒下，倒进了破产法庭；不知怎的，它还是招架住了那些渴望在破产法庭捡便宜货的收购公司。2010 年年底，这家房地产投资信托基金走出破产绝境，规模小了点儿，也学乖了。



处在投资表现另一端的房地产投资信托基金，挺过了大衰退，并以达尔文经典理论所述的弱肉强食的生存方式，在倒下者的枯骨上蓬勃发展。它们原已学会一个教训：不要深深地陷入债务之中。由此再得出一个结论：当心自己买的东西（比如不要承担像对霍华德·休斯继承人那样的义务）。然后，再琢磨一下，又得出一个结论：做好准备，应对时艰，因为艰难时期必然会来临，就像人活着总会遭遇暴雨一样。另外第三个结论：在艰难时期抓住机会，顺便捡来便宜货。关注房地产投资信托基金的投资者，会很聪明地密切留意这些特质。

一个名叫史蒂夫·罗斯（Steve Roth）的人，精力充沛，说话爱喋喋不休地大声嚷嚷，他可以说是所有这些房地产业智慧的一个化身。他掌管沃纳多房地产信托公司，这家公司是有史以来表现最优秀的房地产投资信托基金之一。恰当地说，伯纳德·麦道夫的毁灭也帮了罗斯的忙。当麦道夫这个超级大骗子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被判入狱，刑期长达150年之时，他持有的很多不动产不得不接受清盘以偿还债务。罗斯出价高于另外三位竞拍人，拍下麦道夫位于蒙托克镇海滨沙滩的房产。蒙托克镇在纽约长岛南边的尾巴上，属于汉普顿地区，而汉普顿的魅力已开始衰退。蒙托克镇现在仍是人们去垂钓的一个好地方，与汉普顿地区时尚而贵族化的Amagansett镇和南汉普顿镇之类地方相比，其建设显得更加粗拙质朴。蒙托克现在没有随处可见的手工制作奶酪的小店。罗斯赢得竞拍的买价是940万美元，比拍卖底价高出6%。

乍一看，这算不上多么精明的交易。面积3 000平方英尺[⊖]的房子，占地1.2英亩，几乎谈不上是一件建筑杰作。当然，此处房产附设一个游泳池和一个屋后木制平台，正面靠近海边，大约距离182英尺，风景优美。但在房市低迷的时候，溢价购入一个颜面扫地的金融家的房子，值得吗？罗斯平常是个几乎对什么事都唠唠叨叨的马达嘴，却在这件事上三缄其口。不过，他的逻辑也不难猜到。在不动产投资方面，海滨房屋或许是为数不多的几乎必定赚钱的投资之一。这类不动产供给有限，因此长期下去，价格会上涨。此外，汉普顿地区毕竟是汉普顿地区。多年前，汉普顿地区的部分地方还被人视为垃圾场，现在却成了最时髦富丽的地方。再具体一点说，住在名人曾经住过的房子里（哪怕是像麦道夫一样臭名昭著的名人）也会让新房主获得某种身份。2009年，黑帮教父阿尔·卡彭（Al Capone）位于芝加哥南城的房子挂牌出售，据《芝加哥论坛报》报道，此处房产的要价为45万美元，大约是附近房价的两倍。

罗斯始终具有独到的眼光，能看准什么样的不动产是值得购买的对象，哪怕不得不为之付出高昂代价，他也会买下来；但他更偏爱便宜货。他的公司刚起步时，集中运营购物中心。然后，他偶然发现了新泽西州一家折扣零售连锁企业。这家企业名叫Two Guys，拥有电器制造商沃纳多公司，该公司为其母公司的连锁商店生产电风扇和家用空调。Two Guys公司将整个公司更名为沃纳多（Vornado），这个名字听起来与“tornado”（龙卷风）非常押韵。20世纪70年代，经济滞胀的旋风不停地吹打这家零售公司，于是，罗斯和几位合伙人发动

⊖ 1平方英尺=0.092 903 0平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场股东对抗公司管理层的斗争，1980 年成功地将管理层扳倒。电扇制造公司被剥离出去，现在仍在沃纳多的招牌下生产电器产品。

1995 年，罗斯及其渴求发展的购物中心运营公司收购亚历山大百货公司，使这家百货公司脱离了破产困境。他们关闭了劣质的百货商店，包括亚历山大百货公司位于曼哈顿中城的过时的旗舰店。罗斯在这些地方看到了更大的机会。亚历山大旗舰店被夷为平地，一幢更新、更亮的宏伟建筑取而代之。现在矗立于亚历山大旗舰店原址上的，是一幢闪闪发光的 56 层摩天大楼，其中有奢华的公寓房和彭博新闻社的总部（彭博新闻社是一家提供金融资讯的巨型公司），因而该楼赢得了极高的租金收入。

始终兴高采烈的罗斯，穿着入时帅气，只要伸手可及，便会拥抱、亲吻自己的雇员以及其他任何人。他有着观察入微的眼力。他痴迷于建筑设计。这“就像是吸食毒品”，他这样告诉《福布斯》的斯蒂芬·菲奇。2005 年，罗斯和菲奇一道去查看正在建设中的彭博新闻大楼，他看到中庭石制部分的鲱骨图案出了一些瑕疵，便大声斥责建筑承包商。沃纳多公司的员工和承包商与罗斯之间，是又爱又恨的关系。他的竞争对手，比如同为地产界大亨的萨姆·泽尔（Sam Zell），与他的关系也是如此，罗斯常开玩笑地称泽尔是“秃头混蛋”。

2008 年年初，罗斯把首席执行官的位子让给迈克尔·法奇特利（Michael Fascitelli），此人本是高盛证券的一名高管，罗斯拿可赚大钱做诱饵，将他拉到沃纳多公司。但罗斯自己继续做公司董事长，仍然发挥很大作用。罗斯缔造的这家公司，“双手都特别灵巧”。很多房地产投资信托基金只专业经营一个板块的房地产，比如办公楼。沃纳多公司拥有办公楼和购物中心构成的巨大投资组合，其中很多不动产位于美国东北部，尤其是在纽约和首都华盛顿。该公司还在芝加哥拥有 Merchandise Mart，这是一座巨大的装饰派艺术风格的建筑，里面有各类批发商和零售商，一度曾是世界上最大的建筑物，建筑面积达 40 万平方英尺。

1998 年，沃纳多公司从肯尼迪家族收购 Merchandise Mart 之后，罗斯很聪明，继续让克里斯托弗·肯尼迪（罗伯特 F. 肯尼迪之子）担任首席执行官。克里斯托弗·肯尼迪此前已证明是非常在行的管理人，公司由罗斯收购后，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的盛名并未受到损伤。沃纳多公司属于少数也自行建造物业的房地产投资信托基金之一，多数房地产投资信托基金愿意收购现成的已有良好业绩记录的不动产。罗斯现在有一些宏大而需斥巨资的计划，准备开发纽约宾州火车站的周边地区。

一路走来，罗斯和沃纳多公司实施了很多聪明的举措。在运气的眷顾之下，他们敏捷地避开了一些可能遭遇的困难。2001 年年初，沃纳多公司从纽约港务局和新泽西州的手中，参与竞购世贸中心的长期租赁权。沃纳多公司出价 32.5 亿美元，高过主要竞购对手拉里·希尔弗斯坦（Larry Silverstein），但是之后退出竞购，因为罗斯和手下高管对于租赁条款和税收责任感到不够踏实。希尔弗斯坦最终赢得租赁权。然后，“9·11”事件发生，世贸中心双子塔被摧毁。自此以后，重建世贸中心的艰巨任务一直考验着希尔弗斯坦。

当然，在投资犯错误这方面，沃纳多公司也有份。该公司曾以 6 600 万美元的价钱，购买由纽约地产开发商哈里·麦克罗威所持四处不动产做担保的抵押贷款，当那些贷款“燃起熊熊烈焰”时，不得不核销了多数贷款。

尽管如此，沃纳多公司的总体债务负担并不沉重，大约占资本总额的一半。该公司能够筹集新的权益资本，是有实力的一个表现。2009 年，沃纳多公司增发基金份额，筹得 7.1 亿美元新资本。其他房地产投资信托基金，如西蒙不动产和波士顿不动产（Boston Properties），通过出售新的基金份额，也拿到了滚滚而来的现金。Cohen & Steers 是规模最大的投资房地产投资信托基金的共同基金管理公司，非常热切地大量买入这些信托基金的增发份额。

这些都使罗斯能够紧盯秃鹫式的投资，利用沃纳多公司的财务资源很廉价地买入陷于困境的不动产。2008 年，沃纳多公司与生意伙伴 Syms 公司一道，将破产零售商 Filene's Basement 公司收入囊中。他们的投资设想是，部分拆除 Filene's Basement 公司位于波士顿 Downtown Crossing 区的旗舰店，原地建设一幢多功能的综合大楼。为了让这一项目建设下去，筹集资金是一个难题。但是话说回来，罗斯以前就这样干过，一次又一次地干过。

1993 年，沃纳多公司转型为房地产投资信托基金，这一年购买该公司基金份额的投资者，至 2010 年，年化投资收益率差不多达到了 16%。不可否认，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃纳多公司的基金份额收益率自 2007 年以来固然已被砍去一半，但标普 500 指数的上升幅度，也仅是沃纳多公司带给投资者收益率的一小部分。换句话说，虽然这期间发生了有史以来最深重的一次房地产市场崩盘，但沃纳多公司还是跑赢了大盘。罗斯的成功秘诀，是在大胆和审慎之间找到微妙的平衡。在充满梦想的房地产世界，在“建起来，便有人来”的期望令人陶醉的世界，像罗斯这样做到平衡，从来就不是一件易事。



唐纳德·特朗普是这样一个房地产大玩家：经过艰难跋涉，认识到了谨慎从事的好处。在踏上房地产投资之路的起始阶段，他经营一家酒店——他的父亲弗雷德·特朗普原是一个房地产开发商。通过运用父亲的关系，年轻的特朗普让靠近纽约中央火车站、位于曼哈顿中城的一家名声不好的劣质酒店脱胎换骨，变成了奢华气派的凯悦酒店（与芝加哥富有的普利兹克家族合伙经营）。20 世纪 80 年代，唐纳德·特朗普成为身价数亿美元的富豪，可以在美国东海岸乘坐穿梭航班，拥有一只游艇、数架直升机、一个庞大的房地产帝国。这个帝国包括三个位于大西洋城的赌场酒店，以及传说中极好的纽约广场酒店的一部分股份。20 世纪 90 年代初，在房地产市场崩盘期间，特朗普持有的所有这些资产也随之崩盘，陷入混乱不堪的骇人困境。他后来绝地重生，再获成功，清楚地表明他有胆魄、有智慧。

在工商界，极少见到娱乐界那样的名人，但特朗普却很用心地培植出了属于自己的品牌。他会在每一个自己有股份在其中的建筑物上，毫不客气地打上自己的名字。如果媒体中出现有关他的负面报道，他常常会奋起反击。蒂姆·奥布莱恩在《纽约时报》担任编辑期间，因为写了一本有关特朗普的书，激怒了特朗普。这本书名叫《特朗普之国：特朗普的治国之道》（*TrumpNation: The Art of Being the Donald*），书中声称特朗普根本就不是什么身价数十亿美元的富豪。特朗普火冒三丈，将奥布莱恩告上法庭。官司不了了之。但特朗普以行动再次正式表明，他绝不会容忍旁人的贬抑，比如称他不过是一个百万富翁而已。显示财富和势力的各种事物，对特朗普来说至关重要。他参与监制的电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视真人秀节目《飞黄腾达》（*The Apprentice*），完全是在给这种表面形象增添光彩。

与多数人的成功相比，特朗普的成功更大程度上是建立在这种表面形象之上。1990 年，特朗普债台高筑，日趋走向灭亡，数家贷款银行犹豫不决，不知是否该将特朗普持有全部股份的 Trump Organization 推进破产法庭。贷款银行之所以拿不定主意，一个原因是，它们认为特朗普的这家公司规模太大，不能倒下。但还有一个原因是，特朗普以惯有的逞强姿态，向贷款银行说出了令其信服的一点：特朗普的招牌有着神奇的魔力，价值连城。干吗要让他整个公司破产，从而毁了这么好的招牌呢？"你永远也别想看到我待在角落里哭泣，"那段时间他告诉我说，"特朗普这个名字会比以前任何时候都要火。"过了一段时间，事实证明他说得对。

2009 年，特朗普经营的赌场酒店第三次进入破产法庭，此时，他的名气已愈加响亮，以至于破产申请也未让他损伤分毫。法庭评议时，他竟厚着脸皮建议，让他在赌场酒店保留一部分股份，并且赌场酒店继续保留他的招牌。若是其他什么人提出如此荒唐的建议，一定会被一笑了之。可是，人人都知道特朗普的名字仍然有分量。

就我自己的看法而言，特朗普算不上是一个亲切友好的人。他的自我太强大，不会与人建立起同志般的友谊。即便是与社会地位和经济地位同等的人在一起，特朗普往往也会大谈特谈自己。听他谈话，他会说自己持有的不动产，总是最大的、最好的、最经典和最受欢迎的。特朗普这个品牌对他来说太重要了，一逮着机会，他必定对之大吹特吹。

20 世纪 80 年代，特朗普的第一次成功，是凭借他承担数十亿美元的债务取得的，从"承担"这个词看，成功靠他本人。换句话说，他本人对如此沉重的债务负有赔偿责任。在贷款银行的忍耐和宽容之下，他努力做到了重返巅峰，而如今，他经营房地产生意，风格已大不相同。

特朗普现在开展为房地产开发商提供特许经营权的业务。在开发商开发的房地产项目中，他可能只拥有很小一部分权益，但风险由开发商承担。特朗普提供相当多的专业技能，为开发商考虑该把不动产建在哪儿，给建设过程提出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指导性意见，建议如何做营销。开发商的数十处不动产项目，其中很多为公寓楼，都在外观上标出了特朗普的大名。就投资房地产的核心问题而言，特朗普已再次避免陷入深深的债务处境。如此一来，他利用自己的招牌影响力，便可以享受很少有人能享受到的一种奢侈。应该铭记的教训仍然是：在房地产领域，负债必不可少，但超过一定限度，则会招致致命的后果。

托尔兄弟：渡过难关

我们大致可以说，是罗伯特·托尔发明了“麦克豪宅”，也就是那种价值 100 万美元以上的豪华型住宅。这种住宅炫耀卖弄似地拥有富丽堂皇的门廊、大教堂般的吊顶、大理石拼砌的玄关、能停泊三辆车的车库以及不锈钢制造的联排冰箱。

罗伯特·托尔的父亲曾是一个房地产投资者，在大萧条时期遭到了重创。20 世纪 60 年代末，罗伯特成立托尔兄弟地产公司（Toll Brothers），后来使公司发展成为在整个美国具有统治地位的一家住宅开发商，专业开发高端房产。罗伯特在费城郊区长大成人，他很快便认识到，根据人口发展规律，建造住宅应该是一条通往发达富有的金光大道。据他推断，自 20 世纪 70 年代开始，人口规模庞大的婴儿潮一代将会需要住房，而且，他们越是年岁增长，越是希望得到更高档的居所。

后来的形势发展，差不多应了罗伯特的推想。罗伯特和兄弟布鲁斯始终专注于投资高端房产，他们认为在经济大势不好的时期，比如父亲经历过的时期，经济状况更好的购房者会受到较小的影响。由罗伯特担任董事长和首席执行官的托尔兄弟地产公司的投资项目扩展至美国东北部各个地区，并进入如得克萨斯州和佛罗里达州之类正在发展的“阳光地带”市场。

罗伯特·托尔法律专业出身，是一个言语生硬、在生意谈判中善于严防死守的人，人们都知道他喜欢达成非常有利于自己的协议。在经济衰退期间，有土地闲置时，他会设法迅速弄到手。有些地方政府力图阻止郊区杂乱无章的扩展，他会拿起法律武器，与它们终年打官司。为了获得批量生产带来的规模经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济，他也在开发住宅的地方开工厂制造房屋构件。客户有很多根据自己的要求定制房屋的选择。在最近一波房地产热期间，像众多坚信不疑的人一样，罗伯特也深信房市会永远呈螺旋状持续盘升。2005 年，他对《福布斯》杂志说："房价将在多年里保持两位数的上涨势头。"

令他沮丧的是，他发现自己错得太离谱了。2009 年，托尔兄弟地产公司遇到一件极少遇到的事：发生亏损。豪华住宅销售暴跌，比白蚁横行的塔形房屋崩溃的速度还要快。但是，虽然罗伯特·托尔可能在某个时点过于乐观，但他也懂得做好准备，时刻应对时运不济时遭遇的困难。因此，他手头留了大量现金，以便渡过凄风苦雨。他不必为了将房屋尽快脱手而大幅降低房屋售价。2010 年，托尔兄弟地产公司扭亏为盈。罗伯特·托尔像每一个房地产投资人一样，知道在一个有起有伏的市场上，得准备好忍受痛苦。

小 结

- 房地产投资由于需要承担沉重的债务，属于前途最为难料的一种投资。很少有人能用现金购置不动产，所以需要使用抵押贷款。但是，如果处理失当，债务可能会给人带来灾难。
- 栖息之所是人类最原始、最基本的需要，现在无论对于大资金投资者还是普通人，房地产都已成为一个较为重要的资产类别。自从第二次世界大战结束以来，房地产经过通胀调整后的价值已有大幅增长，不过，这种增长也呈现出断断续续的特征。2000 年科技股崩盘之后，美联储实行低利率政策，使得借贷成本低廉，由此触发了房地产热，最终导致房市崩溃。
- 房地产投资曾是地区性的事务，现在已变成全美性的投资。华尔街通过将抵押贷款打包成债券，即抵押贷款支持证券，轻易赚取了大量利润。20 世纪 80 年代，所罗门兄弟公司的刘易斯·拉尼埃里创造了抵押贷款支持证券市场。但是，很多贷款银行因急于参与这种带有欺诈性的赚钱生意，放松了贷款标准，提供充满噱头的新奇贷款，随着房屋所有人不再有能力还款，这些贷款最终"发生爆炸"。抵押贷款支持证券市场的崩溃，几乎将世界推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入另一场大萧条。

- 尽管发生了与房地产有关的“连环撞车事故”，但仍有办法从不动产投资中获得利润。你可以自己做一个业主，尽管这可能不值得去劳心费力。或者，你也可以投资于房地产投资信托基金，这种经济实体会派发不错的红利，并且拥有税收优惠。这些都是由专业人员管理的公司，它们拥有不动产，其基金份额可以公开买卖。
- 要区分房地产投资信托基金的优劣，有一个关键点，就是看其债务负担的轻重。GGP 公司是一家运营大型购物商场的房地产投资信托基金，在承担过多债务后陷入破产境地。另一家更为聪明的房地产投资信托基金沃纳多公司，因特别注意财务风险，避开了此种陷阱。
- 唐纳德·特朗普作为一个房地产投资者，以其投资经历说明，他如何通过经验教训，学会了避免过于沉重的债务负担。现在，他以出售特许经营权的方式，让其他房地产开发商使用特朗普的招牌和专业技能，让他们去承担风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TAMING THE BEAST

第 8 章

另 类 投 资

并非只有富人才能参与

长期以来，有些极为富有的投资者涉猎奇异的高端投资，这些投资并非为普通大众所准备。在镶有橡木板的华丽而安静的资产管理公司里，那些超级富有的投资者一边使用金边细瓷茶具，慢慢地啜饮着清茶，一边听着衣着考究的顾问以谦卑的姿态，谈及外汇交易、商品期货和对冲操作——这些投资远远超出普通百姓日常所见的股票和债券的投资视野。在这些为少数特定人群所使用的投资策略中，有很多于2008年遭到溃败，此后又重新博得巨富投资者以及受其骄纵的利益相关方的欢心。

但是，越来越多的非亿万富豪也能利用另类投资，其中包括一系列常规投资之外的各种各样的资产。非亿万富豪是否应该做另类投资是另一个问题，不在讨论之列。只要做一点研究，股票和债券还是很容易弄明白的。对于另类投资……并非总是如此。

有些自作聪明的人说，要在另类投资上赚钱，就要在钱上投资，具体说来，就是在外汇上投资。这是一种远远超出“风险曲线”之外的活动——等待

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的，要么是潜在的巨大回报，要么是令其心碎的损失。很多外汇交易（英文简称 forex，或者更简单的，就叫 FX），发生在处理国际支付业务的大银行之间，或者发生在跨国公司之间，比如，一家芬兰电子公司需要从一家中国台湾电子零件制造商处购入产品，这时便会发生外汇交易。美元是世界上占支配性地位的主要货币，所以在外汇交易的戏剧中扮演着主要角色。外国货币与美元的汇率波动非常大。

2009 年，美国正痛苦不堪地从金融危机中试图摆脱出来，欧元对美元的汇价便大幅飙升。尽管使用统一货币的欧盟各国显然也受到了这场危机的影响，但它们洋洋得意，很高兴看到粗鲁无礼的美国人倒了大霉。在拥有 17 个成员国的欧元区内，德国是处于领先地位的经济体，债务问题要比美国轻得多。然后，意外地来了一个希腊，它是欧洲货币联盟中规模最小的一个经济体，巨大的主权债务由欧洲其他国家众多大型银行持有——它突然爆发债务危机，吓坏了所有的人。到 2010 年春季，欧元对美元的汇价已大幅下跌。在欧洲度假的美国人再次感到神清气爽。很多外汇玩家可不是这样。

外汇交易曾是一种不炫耀招摇的事情。在 14 世纪的佛罗伦萨，美第奇家族开始从事外汇交易。他们在公众场所坐在木桌子后面，极其熟练地将意大利流通中的金币、银币或其他金属货币进行兑换。美第奇家族在罗马开了一家分支机构，从当时最受尊崇的国际组织罗马天主教会手中得到了难得的外汇兑换业务。尼尔·弗格森在其撰写的《货币溯源》（*The Ascent of Money*）一书中写道："如果考虑到有众多不同种类的货币进出梵蒂冈，那么从多个方面看，教皇都是最为理想的客户。"货币兑换的业务给美第奇家族带来了巨大财富，使其得以影响国家大事，获得一些冠冕堂皇的头衔（有两位教皇出自该家族），出资赞助如伽利略和米开朗基罗之类的天才人物，也拥有一些宏伟壮丽的建筑，比如维琪奥王宫（Palazzo Vecchio）。

随着工业革命的来临，为了给迅速发展的跨境贸易带来便利，严格的规范国际汇兑业务的法规应运而生。自 19 世纪至 20 世纪 30 年代，世界各国的货币制度均采用金本位制，每种货币的价值都与数量恒定的黄金挂钩。卡罗来纳的烟草种植者，将收成的烟草送往英国的时候心里很清楚，1 英镑价值 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格令[⊖]黄金，1美元价值12格令黄金。随着纸币可以兑换成黄金，黄金这种金属常常需要跨境转移，以便跟上国际贸易的发展现状。

20世纪30年代的大萧条破坏了这套制度。国际贸易失衡意味着有些国家面临黄金亏空的局面，这便搅乱了国内货币的流通。1944年签订的布雷顿森林体系规定用美元取代黄金，其他国家的货币绑定世界上最富有国家的法定货币。这套机制在二三十年里运行良好。然后，时至20世纪70年代初，在战后欧洲和日本经济呈现兴盛局面的大形势下，美国的贸易赤字不断上升，其他国家货币钉住美元的汇兑制度由此变得不堪一击。虽然今天仍有一些新兴国家将其货币与美元挂钩，但汇率总在波动，有时是在波涛汹涌的洋面上剧烈波动。汇率不断变动的局面，导致世界上出现了由货币互换合约创造的规模最大的市场。危险和机会都潜伏在这个市场上。

每个外汇投资者都有一个光辉灿烂的目标，就是做一个乔治·索罗斯那样的人。1992年，在英国遭遇“黑色星期三”货币危机期间，这个老奸巨猾的纽约金融家，据财务报告，赚取了10亿美元，又赢得一个评名：“打碎英格兰银行的人。”这一壮举之所以能发生，是因为英国的中央银行英格兰银行拒绝上调利率，不愿使之与欧洲大陆其他国家利率水平的上升保持一致。索罗斯认为英国的这项政策愚蠢之极，无以维系，便做空英镑。英国最终不得不与现实保持一致，让英镑贬值，这时，索罗斯就发了大财。

做一个索罗斯那样的人并非易事，这好比电影 *Big Top* 中的一个场景：一边走在高空钢丝上，一边手中抛耍几根燃着的火炬，这很难做到。这需要具备良好的预测能力，然后，在焦灼地期待形势朝自己预期的方向发展的同时，需要坚守自己的主张。2009年，有谁预测到像希腊那样的小规模经济体，会让强大的欧元俯首称臣吗？除了需要看到前兆和具备勇气之外，外汇交易的游戏规则也令人发憷气馁，因此有人严肃地告诫非专业投资者不要卷入纠纷。这对很多专业投资者也同样适用。

有许多因素可以使货币产生极大波动，事实也常常如此。利率变动、经济

⊖ 1格令=0.064 798 91克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据的发布、跨境贸易以及投资流动，都会让这个市场产生剧烈震动。例如，2007年，由于英国的利率水平较高，英镑对美元的汇率便由惯常的1英镑兑1.5美元，大幅变动至1英镑兑2美元。有些精明的外汇投资者大做“套息交易”（carry trade），借入便宜的美元，买入利息更高的英国债务。这往往又让英镑兑美元的汇价上升，从而进一步提升了投资收益率。玩英镑有着非常好的表现，有一段时间是如此。

技术分析就是在汇价变动的图表上寻找模式和趋势，这也会对外汇交易产生冲击。外汇交易员根据这些神秘的读图结果，比如“斐波纳契折返”模式（上升的汇价会掉头向下，行至半途又向相反的原始方向重拾升势），会急剧地转换交易头寸的压注方向。有些关键的按预定时间表发生的事件，也会对外汇交易产生影响。当纽约或东京的外汇期权合约到期时，这些头寸必须予以交割，如此一来，随着期权投资者的资金在全世界发生换手，汇率便会受到影响。外汇期货可以24小时即时交易，这也使得保持对最新情况的了解，变成一件复杂而让人精疲力竭的事情。

从事外汇交易，最具挑战性的做法是使用外汇合约。对于非专业人士来说，适应外汇合约的操作需要费些工夫。这些合约以打包成组的形式出现，比如欧元与美元配成的一对组合，并且实际上，签订这些合约就是去赌一种货币对另一种货币升值。你若做多欧元，就是在买入欧元，卖出美元。

外汇合约的配对交易（pairs trading），无论其中涉及的是日元、瑞士法郎，还是英国英镑，占主导地位的都是与美元进行配对。这样操作合乎情理，因为美国是世界上最富裕的经济体，有规模最大、流动性最强的市场，美元是最重要的国际储备货币，而且，美元也是主要的交换媒介。举例而言，石油是用美元标价的，因此某个法国买家从沙特阿拉伯进口原油，必须将欧元兑换成美国货币，才能最后拿到进口的原油。其他不包含美元的外汇合约，可说是地位较低的配对交易，称为“交叉币种配对”（cross-curreny pairs），比如将英镑和日元组成一对进行交易。

外汇合约签订时，常常会使用大量杠杆，也就是说，要借入大量资金。你需要按合约价值，最低支付1%～3%的保证金，这意味着如果市场朝你预测的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方向演进，你便会大赚一笔。举一个例子：假定你在一只欧元与美元配对的合约上投入500美元的保证金，杠杆比率是200:1，这也是相当常见的杠杆比率。这样一来，你便可以控制价值10万美元的头寸。但是，如果美元对欧元的汇价朝不利的方向变动半个美分，你投入的资本500美元就打了水漂。

20世纪90年代，像短线交易者（day traders）介入股票一样，个人投资者也开始参与外汇交易。从全球范围看，每天大约发生4万亿美元的货币交易，其中个人投资者所占份额仅为1 000亿美元。不过，这一数据一直在稳步攀升。在外汇交易领域，大型机构玩家，从花旗集团到德意志银行，均为个人投资者开通了网上交易平台。外汇交易以前常在实体交易所里由人工实施，这种过程称为“公开喊价”，交易员会站在交易池内，大声喊出自己的出价。从20世纪80年代开始，交易机制发生改变，转为电子交易。在外汇交易中，典型的一手交易量为某种货币的10万个单位。就美元而言，一手交易量便是10万美元。

不过，对个人投资者来说，做外汇交易，就像小矮人参加极其激烈的打斗，对手却是身高2米的巨人。祝小矮人好运。银行做外汇交易，单笔交易量很大，常常一做就是100万个以上的单位。个人做外汇则是少得不能再少的10万个单位。

汇率有时可能会在一眨眼间就发生变动，让小资金操作者瞬间灰飞烟灭，所以对很多人来说，更明智的外汇投资途径是利用专门从事外汇交易的共同基金。现在已出现了这类基金。购买这种类型的基金，不太可能让你成为富人，但至少能让你以更安全一点儿的方式，参与到刺激的外汇交易游戏之中。

很多共同基金都是近期才出现的。德意志银行的美元强力增值多头基金（PowerShares DB US Dollar Bullish），是2007年首次发行的一只交易所交易型基金，将美元与来自其他主要工业经济体的货币，如欧元和日元，组成的一篮子货币，进行配对交易。看这只基金的名字，你便知道，只有当美元升值的时候，你才能从中赚到钱。在首次公开亮相以后的三年里，这只基金开始时表现非常温顺，然后在2008年，全世界的投资者为了投资安全，一窝蜂地抢购此时其感到安全的美国国债，这只基金便欢蹦乱跳地不断上涨。2009年，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场对美国政府的财政赤字产生了疑虑，这只基金略有下跌；2010年，随着希腊债务危机造成一片混乱，使欧元轻易遭到溃败，同时美国国债再度受到追捧，这只基金便又得到鼓舞而振作起来。该基金有一只与其完全相反的孪生基金，提供做空美元的投资组合，表现因此也就与该基金背道而驰。

这两只基金并未成为各自投资者的什么摇钱树。自启动之日开始至2011年年初的四年里，美元多头基金大约下跌了7%，空头基金上涨的幅度也为7%。不过，在金融危机期间，两只基金的跌幅没有标普500指数来得大，而且，当标普500指数恢复至2007年年初的水平时，那只空头基金还领先于该指数。这些都支持了一种观点：如外汇交易之类的另类投资，可以为投资组合提供良好的多样化作用。

另一个从事外汇交易的策略，也是涉及风险较少的策略，是购买外汇定期存单。这是银行发行的短期金融工具，使你有可能利用别国较高的利率水平从中获利，同时也允许你去赌存单发行国的货币升值。位于佛罗里达州杰克斯维尔市的EverBank银行，为美国人投资国际存单制订了健全的投资方案，并且附加一个吸引投资者的卖点：联邦存款保险公司为这种外国金融票证提供保险。

若在这家银行存有最低金额为1万美元的存款，你便可以购买单一货币的外汇存单，也可以买到一篮子数种货币组成的存单。比方说，2010年，你购买了一份本年12月到期的澳大利亚元外汇存单。当时，多数大型经济体内银行发行的存单利率极低。但是，澳大利亚作为向繁荣发展的亚洲提供原料的一个重要经济体，与此不同：这个世界上规模第14大的经济体沉浸于经济增长之中，以至于2009年，为了预防通货膨胀，开始上调利率。由于澳大利亚有那些原料出口，澳大利亚元通常被称为“大宗商品货币”。2010年中期，澳大利亚国内发行的定期存单每年付息3.75%，而美国银行发行的同类产品不足一个百分点。

到2011年中期，在财政年度结束的时候，由于澳大利亚元的汇价波动，你很可能从中获得双重收益（注意“可能”一词）。自2009年6月至2010年6月，澳大利亚元对美元升值7.6%。假定从2010年6月到2011年6月，澳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大利亚元再升值5%。结果，投资收益便会放大。首先，你将拿回10 375美元，就是你最初投出去的本金，加上3.75%的利息收入。此外，还有澳大利亚元升值带来的收益。当你的外汇存单兑换回美元的时候，你整个儿拿到的钱将是10 893美元，或者说，因为汇率变动对你有利，你的本金和利息被放大了5%。不过，也不能绝对保证澳大利亚元会继续上扬。2009年年底，澳大利亚元由年中升值了18%，然后，在欧洲债务危机的影响下掉头下跌，因为惊恐不安的投资者蜂拥而动，买入他们感到更安全、由美元做面值的投资品。

就外汇以及与其直接相关的另类投资而言，投资稳定性和可预期性根本不在投资者的掌控之内。



表现同样疯疯癫癫的是大宗商品。那些与金属、能源、粮食等产品同呼吸共命运的投资者，其投资历程必定会像骑上一匹狂野不羁的悍马。不过，对于一些运气特别眷顾的人，大宗商品或许是这个世界上可以大赚其钱的一个领域。问问希拉里·克林顿，便可知晓。

1978年，希拉里的丈夫正在竞选阿肯色州州长，这位未来的美国第一夫人、国会参议员、国务卿想为将来准备一点儿养老金。虽然她在小石市一家律师事务所里挣钱颇多，但丈夫克林顿作为一个法学教授，后来又做州长，赚钱并不是很多。他们家有一位朋友名叫詹姆斯·布莱尔，是泰森食品公司（Tyson Foods）的一名律师，也是一个大宗商品投资者。在他的帮助之下，希拉里对牛匹期货投出1 000美元，经过10个月，使之增值为10万美元。斩获如此惊人的投资收益后，希拉里不再接着玩期货，而是迅速将赚到的钱全部投入更安全的投资品种上，比如美国国债。

这实在是一场令人惊奇的纵马狂奔。大宗商品的玩家，尤其是业余选手，极少有这样好的投资记录。1994年，希拉里在这次交易中的成功，随着克林顿一家在白宫亮相，也被媒体披露出来。人们私下里嘀嘀咕咕，怀疑希拉里一定是用了什么办法作奸犯科了。有人引用《期货市场》杂志编辑的话说：“这像是头天买了一双溜冰鞋，第二天便参加了奥运会。”但始终没有证据证明希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉里有违法行为。最有可能的，还是希拉里·克林顿的运气太好了。

在希拉里狂赚一笔的20年之后，大宗商品成了一个炙手可热的资产类别。从20世纪90年代末开始，大宗商品的价格大幅上涨，因为中国和其他新兴市场经济增长中心消费胃口大增，推升了大宗商品的价格。很多大宗商品在险象环生的2008年，被打得落花流水，然后开始涨涨跌跌缓慢回升。在有些市场预言家看来，大宗商品的上升趋势远未结束。吉姆·罗杰斯便是这样的市场先知，这位投资大师曾与同样善于发现趋势的乔治·索罗斯合过伙。在预测市场这方面，罗杰斯确有吹牛的本钱：20世纪90年代中期，他便预言大宗商品将呈现上涨势头。现在，他还是相信，随着新兴工业强国的财富和人口不断增长，大宗商品仍有很长的上涨之路。

众所周知，罗杰斯喜欢佩戴色彩鲜艳的蝶形领结，热衷于一些非正统的活动（1990～1992年，他骑摩托车周游了世界）。他特别钟情于大宗商品，称糖为“白色黄金”。1998年，罗杰斯因为对大宗商品的各种基准指数不满意，便自行创编了一个指数——罗杰斯国际商品指数，其中包含35种商品，综合性最高。该指数列入所有常规大宗商品，比如石油和小麦，还放进一些不同寻常的东西，如红豆之类。虽然罗杰斯国际商品指数已从最高点滑落，但自创制以来，已上涨两倍有余。在罗杰斯的眼里，大宗商品是投资支点。在投资生涯早期，他曾考虑拿一个工商管理硕士的学位，直到一个人对他提出建议才作罢。这个经验更丰富的华尔街人对他说：“如果你做空豆类商品，单是一次交易，学到的东西都会多于在商学院里待两年。”

做大宗商品交易的一个教训是，在较短的时期内，除非你像希拉里·克林顿一样有神灵保佑，否则可能会危及投资组合的安全。现在很多大宗商品市场，各自受其特有的因素影响。这些为数众多的市场都有些“怪癖”，行情波谲云诡，有时可能会让最聪明的预测完全失灵，过去曾有一些持有长仓（意为多头头寸）的投资者因此痛苦不堪。

在这方面，作为世界上最重要的食物之一的稻米，可以提供一个警示性故事。2008年春季，市场担心全球食物短缺，稻米价格受此刺激，每英担（即100磅）涨至最高点25美元。此后，从事农业耕作的人开始疯狂种植水稻，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收成达到令人忧惧的程度而供给过剩。在一段很短的时间内，也曾有过供给过剩有望缓解的可能。2009 年下半年有段时间，印度热带海洋季风偏冷，致使专家预测稻米价格压力会有所减轻。他们相信，印度常年相对干燥的气候，将对这个稻米大国的产量带来影响（在全世界，印度稻米产量仅次于中国）。印度产量下降的前景，推动全球稻米价格开始回升。但印度的稻米收成要好于预期，结果，稻米又一次成了不好的东西。到 2010 年年中，稻米价格大约为每英担⊖11 美元，不足两年前水平的一半。

毋庸置疑，大玩家会对大宗商品行情产生重大影响。巴特·奇尔顿是商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）的一名委员，他认为养老基金以及其他机构投资者的出现，导致石油之类大宗商品的价格呈现疯狂的深幅震荡。2008 年夏季，每桶石油涨至 145 美元，汽油价格达到每加仑 4 美元，他对那些庞大的机构投资者大加指责，讽刺它们是“巨大的消极力量”。奇尔顿已向其所在的监管机构提议，对大宗商品头寸的大量囤积予以限制。无论谁在管理市场，市场的剧烈波动都令人抓狂。2010 年 5 月的一天，零售销售指数发布不利报告，导致原油价格下滑 2%。

大宗商品期货合约，酝酿、创造于美国内战之后经济迅速发展的时期。由于价格剧烈波动，深感苦恼的农业耕作者需要一种工具来锁定农作物的收益。最早的创新工具是“远期”合约，买家据此可以为将来的实物交割敲定购买价格。渐渐地，这种做法演变成一套更为复杂的机制，使买家能卖出手中所持合约，资本也因此可以更加自由地流动。期货合约的新结构使标准规则得以确立，也使投资者可以信赖的期货结算所应运而生。最早一家期货交易所成立于 1874 年，名为芝加哥农产品交易所，后来更名为芝加哥商品交易所。

每一只期货合约均有两方签约人：一是“合约持有人”，或称合约买方，他们预期商品价格会上涨；二是“合约书立人”，或称合约卖方，他们预计商品价格会下跌。如果你买入一只石油期货合约，价格为 70 美元，交割期为数月后的 12 月，并且至年底，现货价格（即在任何给定时点，公开市场的商品价格）最

⊖ 1 英担 =50. 802 3 千克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终报收于69美元，那么你必须向合约卖方支付钱款。1983～1994年，石油价格下跌53%，不过也有人在期货交易上赚了钱。期货合约有着与人方便的一面，就是你不必坐在堪萨斯州的某个青贮塔里，去接受1万蒲式耳[⊖]小麦的实物交割。投资者在处理期货合约时，可以将实际原材料视为将让自己赚钱或赔钱的抽象概念。

期货合约并非投资大宗商品的唯一途径。另一个投资工具是“业主有限合伙人公司”（MLP），这类公司的股票在公开的股票交易所上市交易。此类投资工具有很大的税收优势，因为其利润只征收一次税款，与传统意义上的公司不同，后者必须先缴纳一笔公司收入税。然后，当已纳过税款的收入作为股利分配给投资者时，国内税务局又要向投资者分一杯羹。业主有限合伙人公司和房地产投资信托基金颇为相似，将大部分盈利都输送给了投资者。股利收益率非常诱人。有一只业绩突出的业主合伙人公司，名叫肯德摩根能源合伙公司（Kinder Morgan Energy Partners），拥有天然气管线和储存罐，派发的红利差不多占其股价的7%，而标普500指数成分股平均约为2%。

共同基金业现在提供大量商品投资组合，有些基金专注于投资一篮子多种大宗商品。太平洋投资管理公司商品真实收益策略基金（Pimco Commodity Real Return Strategy）跟踪一只商品指数，收取相当高的基金销售费，若要买此基金，入门费便达到5.5%。或者，你也可以购买交易所交易型基金，这些基金跟踪投资特定种类的大宗商品，比如石油和黄金。美国石油基金（the United States Oil Fund）于2008年随着原油价格突然愈涨愈高，便大幅飙升，随后由于油价迅速回落，又惨遭溃败。为了很好地了解大宗商品的神奇世界，下面我们专门来讨论一种深受欢迎的商品，它的诱惑力已有无数的人加以描述。这就是黄金。



约翰·梅纳德·凯恩斯有个很有名也很戏谑的说法，他将黄金称做“极其

⊖ 1蒲式耳=35.238升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凶残的圣人遗骸”，因为黄金作为一个促成大萧条的因素，就站在世界各国货币的身后。在凯恩斯看来，金本位制的罪孽在于，它妨碍了货币供给的扩张，也妨碍了政府刺激经济，而与凯恩斯同名的经济学派呼吁，为了战胜大萧条这场经济灾难，政府应该刺激投资和消费。

即使在脱离了黄金本位制的当今世界，人类对黄金仍然保留着一份特殊的情感。这不足为怪。自古以来，这种金属光芒闪烁的美，会吸引人类注目而视，使人类心跳加速。黄金是最出色的装饰品，在有些地方，比如印度，黄金是普遍存在的身份象征：人们的新婚礼服会以黄金点缀边缘。据世界黄金协会的统计数据，人类手中占有16.3万公吨㊀黄金，其中一半稍多一点制成了首饰。大约1/5的黄金为各国央行所持有，12%的黄金应用于电子线路系统，16%的黄金为私人投资品（也就是你可能想做的投资）。

黄金的力量造就了历史。寻找通往远东海路的克里斯托弗·哥伦布，看到马可·波罗将日本描述成一个遍布“无穷无尽黄金”的海岛时，兴趣盎然。加勒比海居民向他出示黄金日用品之后，消息传到西班牙，震惊了为哥伦布提供航海赞助的西班牙皇室。16世纪初，西班牙征服者弗朗西斯科·皮扎罗为搜寻印加帝国居民的黄金，将这个古老帝国毁灭殆尽。印加人没有货币制度，看重黄金只是因为它有美的价值。他们称黄金为“太阳流下的汗水”。西班牙征服者随即驱使被打败的印加人做劳工，为其开采黄金和白银，从而使西班牙有了巨大财力，建立起自己的庞大帝国。

三个世纪以后，从事银行业务的罗斯柴尔德家族将黄金走私至葡萄牙，支付给为英国军队提供军需品的商人。与拿破仑交战的英国军队指挥官（后来称为惠灵顿公爵），无法让葡萄牙人为提供军需品而接受当时已很常见的IOU借据。他们坚持要求用黄金支付。罗斯柴尔德家族以黄金作为支付基础，进而为英国对法国的整个战争提供资金支持，由此逐渐飞黄腾达，变得极其富有。倘若没有罗斯柴尔德家族，今天恐怕会有更多的欧洲人将法语作为第一语言。

电脑屏幕上显示股价的像素稍纵即逝，相比之下，黄金具有永恒的有形特

㊀ 即中国普遍采用的“吨”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户.零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征，多个世纪以来，使黄金始终保持着作为一种价值储藏的地位。多数其他商品会被腐蚀（例如铁），或被消费掉（例如大豆）。黄金几乎不会灭失。火与水都无法伤及黄金。虽然这种黄色金属可以熔化，但它仍会保留原有重量和化学特征。股票和债券的价值可能降为零，但黄金总是具有相当不错的价值。是的，黄金的价值也会波动，但黄金这种东西从来就不便宜。

局势混乱乃是黄金之友。自从2000年发生科技股崩盘以来，黄金表现一直良好。2001年，黄金从每盎司300美元稍多一点的价格开始上涨，然后，随着伊拉克战争突然爆发，金价逐渐翻了一番，2007年达到每盎司607美元。随后大衰退意外来袭，黄金大放光芒，至2010年年末，价格冲高至每盎司1 400美元以上。无论金价暴涨的原因，是人们担忧经济崩溃，还是担忧奥巴马政府巨大的财政支出以及与之相伴的通胀风险，投资者都趋之若鹜，将黄金视为安全的避风港。

黄金价格会呈现周期性变动，而变动方向并非总是上行。当通货膨胀或其他不利形势渐告消退，黄金价格也随之趋于下跌。在20世纪70年代滞胀横行的时期，黄金价格简直飞升到了另一个星系。1980年1月，黄金价格飙升至每盎司850美元，若按现在的美元价值计算，相当于2 300多美元。但是，随着通货膨胀的消退，经济又活跃起来，股票市场也闹闹哄哄，行情一派大好。由于不再像先前那么畏惧，投资者急切地冲进股市，此时，黄金便遭遇令人痛心的暴跌。1980年达到最高点之后，黄金价格两个月内猛跌44%。直到2008年1月，黄金价格才回落至每盎司850美元。自1980年以来，通货膨胀在30年里已逐渐上升175%。因此，至少可以说，黄金未能赶上通货膨胀的步伐。Truepoint Capital公司做了一个研究，发现过去40年来，虽然在通胀肆虐的20世纪70年代，黄金表现优异，但平均而言，黄金每年的收益率（8.4%）要逊色于标普500指数（9.1%），而波动性却高出1/3。

顽固的“黄金呆子们”确信经济崩溃即将来临，拒绝理会黄金曾给人类带来麻烦的历史。生存至上论者的博客里充斥着末日降临的叨叨絮语，所以购买和储存黄金（以及武器、冷冻食品和瓶装水）对这些人很有意义，只是对其他人并非如此。现在的经济若以黄金为基础，其可行性很成问题：假如你需要买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一条面包，你会从自己储藏的金块上切下一点吗？如果再回到黄金本位制，据法国兴业银行计算，那么黄金价格需要定在每盎司 7 600 美元以上，才可以支持现在流通中使用的所有美元。

但是，撇开这些非主流的极少数人不论，很多受人尊敬的金融专家认为，若考虑到经济困境可能会来临，持有一些黄金还是一种谨慎的做法。大卫·埃因霍恩、乔治·索罗斯和约翰·保尔森都言之凿凿地赞成黄金投资。对冲基金经理埃因霍恩，曾警告说雷曼兄弟证券已身处困境，2010 年，他告诉《纽约时报》自己公司建立的黄金仓位正反映了一种担忧："财政政策和货币政策，现在并没有充分调整到让经济避免一场可能的危机上来。"

从 2008 年开始，黄金在大众心目中获得的欢迎程度，可以媲美史蒂夫·乔布斯能够创造出的任何新奇的电子小玩意儿。开展现金兑换黄金业务的公司突然间大量出现。有些交易商出钱搞一些塑料保鲜容器制造商特百惠式的家庭聚会，把人们召集在一起，推销自己的黄金。各种黄金投资品，比如黄金开采公司的股票和专业投资黄金的基金，都赢得了人们的称赏。

购买实体黄金风靡一时。实体黄金，或者以条块状形式出售（有的体积大如砖头，有的仅有手机大小）或者以金币的形式出售。美国秃鹰金币、加拿大枫叶金币、南非克鲁格金币，是市场上可以买到的数量最多的金币。2009 年，为了响应强劲的需求，代表美国政府制造硬币的铸币局，在一笔订单来不及处理的情况下，不得不增加铸币产量。

拥有 100 盎司的黄金，比拥有 100 股股票要困难得多。购买实体黄金需要支付相当可观的费用：商家的成本加成在 5% 左右。此外，安全性也是一个问题。黄金这种东西总有可能被人窃取。多数拥有私房者购买的保单不包含黄金保险。若要确保黄金安全，必须交付昂贵的保管费用。特殊的黄金保管地点每年收取相当于黄金价值 0.75% 的保管费，这些地方会保障你的黄金安全，将黄金藏于有着重重钢制防盗门的保险库里，这不免让人想起匪帮类电影《十一罗汉》（*Ocean's Eleven*）。

黄金有期货合约，像其他大宗商品期货合约一样，也会涨跌不定。SPDR Gold Shares 之类的基金跟踪黄金价格，投资这种基金，不存在持有实体黄金的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诸多不便。你也可以购买黄金开采类股票，比如美国的纽曼矿业公司（Newmont Mining）和加拿大的巴里克黄金公司（Barrick Gold），这些公司在全球各地从事黄金开采业务。投资黄金股有个麻烦，那就是，有时这类股票的表现会滞后于黄金价格的变动。黄金股反映更为广阔的股票市场，而黄金并不是如此。金矿开采公司需要承担巨大的资本成本，经营中可能会遇到开发的矿山不含黄金因而毫无价值的风险。

黄金也有阴暗的一面。人们为了黄金会去残杀他人。有些战祸便是因此而起。黄金可能会吸引疯狂掠夺的残暴恶魔，比如虚构类作品中詹姆斯·邦德的死对头金手指，又如电影《逐猎》（*The Hunt*）中的匈奴王。匈奴王从东罗马帝国勒索成千上万吨黄金，为了避免黄金遭受袭击，又千方百计地展开袭击。人们想起神话人物米达斯国王，多半会联想到黄金；当他使用点金术，将周围的一切，甚至包括自己挚爱的女儿，几乎都变成最喜爱的金属时，他也因此遭到了痛彻心扉的惨败。

在大宗商品方面，最引人感兴趣的长期投资，涉及某类会生长的东西（但不像小麦和玉米），这类东西的生命周期需用数十年来衡量——两个字，木材。这种以前只有富人才能从事的典型投资，我们普通人也越来越能参与其中。而且，有史以来，几乎没有因为争夺木材而发生的战争。

保罗·班扬（Paul Bunyan）所偏爱的这种大宗商品，从未给他带来痛苦。森林给予的赏金（木材）不会激发人们生出贪婪的欲望，却会在人们心头唤起家庭的温馨快乐之感。木材会带来温暖，给人遮风避雨，有着可以持续多年的坚实感。



木材投资者爱说一句话：钱长在树上。此言不虚，不过那钱长起来可是很慢。一棵松树要长 14 年才可能达到砍伐获利的高度。松树依松木的品质不同，砍伐后可以变成很多东西，可以变成纸浆（制成纸张，每吨松木卖 10 美元），也可以变成木材（用来建造房屋，每吨能卖 30 美元）。

长期以来，木材有着极为出色的表现。全美不动产投资信托委员会编制的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林地指数（Timberland Index）显示，自该指数于1987年开始存在至2009年年底，林地的表现远远超过了股票，其价值每年平均上涨14%，而股票是9.4%。该委员会根据地产评估价值和木材销售额，测算林区的土地和树木的增值幅度。2008年，房市危机致使房屋建设量下滑，确实放缓了林地指数的增长速度。但该指数的增长率虽然从2007年的15%开始下跌，变为10%，不过坦率地说，仍很强劲。2008年，标普500指数深幅下挫，暴跌至骇人听闻的程度，几乎跌去40%。2009年，由于房屋建设形势持续不振，林地指数较前一年的确也出现了轻微下跌。这是难得一遇的一年：该指数从未遇过下跌的年份。

通常而言，树木大约每年以4%的速度生长。毫无疑问，虫害、疾病、火灾以及干旱，都会阻碍树木的生长。不过，木材投资者可以避免短期交易难题，如令股东苦恼的盈利意外不佳和新产品销售不利之类的问题（市场上亦有木材期货合约，但并非所有种类的木材均有期货合约）。每当树木砍伐，拖至锯木厂的时候，林地拥有者便能得到大量木材收入款。与其他一些大宗商品不同，木材不必非得在一个季节结束的时候上市。林地拥有者可以耐心地等待不利的时期过去，守得云开见月明。正因为如此，木材与其他资产类别的相关度极低。林地拥有者一边等待更好的木材价格出现，一边可以通过两种途径获得收入：一是租出林地供人狩猎，二是出售林区水资源和矿物资源的勘探权。

为木材投资者创造收入的人，其创造收入的戏剧性，谁也比不上伐木工。在波士顿以西100英里的森林深处，高达20余米的树木耸入云霄，直刺新英格兰地区蔚蓝的天空，一个四肢瘦长、金发碧眼，名叫戴格·拉瑟福德的人，负责一项称为“收割”的业务，也就是树木砍伐的业务。他一生都在从事与木材有关的工作，开始时在祖居地挪威自家的树林里做伐木工。他站在下层灌丛中，注视着一台巨大的机器，如一辆伸出一只巨手的坦克，切过数十棵大树的躯干。这些树倒向地面时，会发出一阵像是整个世界完结的轰然巨响，第一次让林中鸟儿惊异地呼啦啦飞远。然后，这台机器将树枝和树叶除去，再将树干分割为16英尺长的原木。另有一个人驾驶树木收割机，坐在机器底盘上的驾驶室里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这个过程效率很高。”拉瑟福德说。他是美洲银行旗下美国信托公司的一名高级副总裁，负责监管富有阶层的投资品。每棵树仅需几分钟便可以收割完毕。在树木收割机发明以前，伐木工使用链锯，需要一整天才能完成这样的工作。拉瑟福德一边观察着这台按天租用的收割机，一边解释说这些木头如何卖掉，得到的钱将如何让拥有这块林地的富有家庭从中得益。

林地售价大约为每英亩 2 000 美元，所以购买你自己拥有的一片林地，价格可能远远超过 100 万美元。为了获得投资多样化的益处，富人投资者和机构投资者会将资金投入由多处林地构成的投资池，这种投资池称为木材投资管理基金（TIMOs）。最低投资金额在 100 万～500 万美元，但有些木材投资管理基金允许投资者集资达到投资的入门标准。林地需要照料，成本有时可能会非常高。木材投资管理基金每年收取多达资产价值 5% 的费用，用以应付林区管理、税收和保险。

对于普普通通的投资者来说，幸运的是，现在已有一些木材不动产投资信托基金可以投资，这类基金收取的费用要低得多。规模最大的木材不动产投资信托基金是 Plum Creek Timber 基金。2010 年，其基金份额交易价大约为 40 美元，大大低于木材投资管理基金的入门标准。这只基金在 19 个州内拥有 700 万英亩林地。虽然 2008 年和 2009 年收入和盈利均有下降，但这只基金仍保持不亏损。随着市场出现大崩溃，该基金的份额价格深幅下跌，但到 2011 年年初，已回升至 2008 年的最高水平。所以，对于有胆量的投资者来说，即使可能要忍受恶劣的熊市行情，做到投资表现良好还是有可能的。



最后一个可供选择的基本另类投资是艺术品。这类投资几乎像适用于马球运动的马匹一样，也是富人阶层玩的东西。“杠杆收购之王”亨利·克拉维斯（Henry Kravis），永远都在收集莫奈、雷诺阿和萨金特之类艺术大师的作品。他给纽约大都会艺术博物馆赞助了大量资金，以至于该博物馆将一个侧翼展厅以他的名字命名。根据梅摩艺术品指数（Mei Moses All Art Index），在 21 世纪头 10 年，艺术品大约每年上涨 5%，标普 500 指数则有轻微下跌。这些数据很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有说服力，表明艺术品是一类很好的长期投资品种。不是吗？

在大衰退期间，纵使富有的人也专注于生存下去的细微小事，艺术品行情变得虚弱不堪。然后，艺术品市场渐渐地又活转过来。2010年5月，一位藏家差不多支付1.07亿美元，买下巴勃罗·毕加索的《裸体、绿叶和半身像》(*Nude*, *Green Leaves*, *and Bust*)，这是毕加索于1932年根据其情妇玛丽·德蕾莎·沃尔特所作的绘画作品。就名义价值而言，这幅画作创造了纪录价（若排除通货膨胀影响，冠军仍是凡·高的作品《加歇医生肖像》，该作品1990年的成交价按现在的美元价值计算，相当于1.38亿美元）。

富人要做一个艺术品藏家，除了购买毕加索之类大师作品，付出巨额价钱之外，还必须忍受很多事情。拍卖费有时可能会极高，常常是一件艺术品价值的1/5。而且，艺术品的流动性极低。如果你手头需要尽快拿到现钱，你很难将自己持有的杰克逊·波洛克的一件绘画作品立即脱手。令人困扰的是，欣赏品位也会变化：有时，1950年之前美国画家的作品是热门货；有时，这类作品在人们眼中又成了垃圾一样的东西。你购买艺术品时，销售税可能是天文数字。你卖出艺术藏品时，资本利得税率要高于卖出谷歌股票，这时，你又受到一重打击。情况总是这样：对于你购买的一件艺术品，每一个最新出现的细微变化，你都要做下记录，这又会增加你的持有成本。谁也不愿意把一幅毕加索作品拿到佳士得拍卖时，还要遭受这件大师作品的真实性被人质疑的尴尬，更不要说可能蒙受经济损失了。

亨利·克拉维斯之类人身价豪富，对于经济实力低于如此水平的人，现在已出现类似于对冲基金的新型投资公司可资利用，比如Fine Art基金公司，它们参与买卖艺术品。最低投资金额相对而言不算高，有10万美元便可入门。Fine Art基金公司的第一只投资组合于2004年启动，该公司声称通过出售艺术品，这只基金年收益率达到34%。不过，在那段时间的多数时候，艺术品市场正处于非常兴旺的时期。在这只投资组合发行之前，艺术品市场可是很不景气，沉闷乏味。同时，艺术品基金收取的费率与对冲基金大致相当，都高得惊人，每年要收取2%的年费，在某一设定标准之上，还要抽取20%的利润。所以说，同共同基金一样，艺术品基金的基金经理肯定会收入丰厚，即使他们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能为你赚到什么钱。

杰出的本杰明·格雷厄姆，给投资者和投机者做了一个区分。他在《聪明的投资者》一书中写道：投资者会做“全面深入的分析”，以期寻找到一个可以将自己的资金放进去的地方，这个地方有望保证本金的安全，并且获得相当不错的收益。投机者则是顽固不化、轻率莽撞的傻子，在格雷厄姆看来是如此。令人感叹的是，在智慧和愚蠢之间，并没有一条清晰的界线。但是，做投资就是要去寻找这样一条界线，勤勉尽心地、永无懈怠地去寻找。做另类投资绝非易事。

小　结

- 像外汇交易和大宗商品之类的另类投资，长期以来属于身价数十亿美元的巨富所参与的投资领域。但是，小资金投资者现在也日益参与到另类投资之中。虽然另类投资有时候可能风险很大，也不易理解，但这并未阻止投资者去寻求良好的投资收益。
- 参与外汇交易，要获得成功，必须拥有很强的预测能力，极少有人能始终如一地做到正确无误。从事外汇交易（英文简称 forex 或 FX）时，你可以签订外汇合约，压注一国货币对另一国货币将会出现升值行情。20 世纪 70 年代，世界各国货币脱离第二次世界大战后开始实行的与美元挂钩的固定汇率制度，此后，外汇交易便转为一种风险很大的交易，汇率波动频繁而剧烈。各种各样的因素，无论是利率变动，还是经济数据的发布，均可能影响外汇投资的最终结果。虽然外汇交易主要由银行、机构投资者和公司企业参与，但个人投资者也可以利用涉及金额较小的外汇合约来投资。在金融危机期间，专门投资于外汇的新型共同基金，未遭受标普 500 指数那样的惨跌。
- 大宗商品（金属、能源、粮食等）同样也很有风险，波动剧烈。举例而言，稻米 2008 年涨至最高点每英担 25 美元，2010 年却跌至 11 美元，其间历经很多涨跌起伏。自 20 世纪 90 年代末至金融危机发生前，大宗商品一直在迅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速上涨。有些人预测大宗商品将有一段长期的上升之路，因为中国和其他新兴经济体对大宗商品有着很大的需求。一只大宗商品期货合约有两方交易人：一方在赌某种商品将会涨价，另一方赌的方向完全相反。所以，总会有人在大宗商品期货合约上赚钱，也总会有人赔钱。要投资大宗商品，一个更为安全的途径是，购买专业投资大宗商品的共同基金或交易所交易型基金。

- 黄金对于心怀畏惧的投资者，是一种典型的可以带来慰藉的投资品。2000年科技股崩盘之后，黄金有了漂亮的升值；受2008年金融危机的影响，黄金价格更是涨势如虹。然而，黄金也有过表现黯淡的历史，当人们对不利的时势不再焦虑之时，黄金价格跌幅深重，比如20世纪八九十年代，即是如此。黄金能以金条或金币的形式直接拥有，也能通过购买黄金期货合约或专门投资黄金的基金间接拥有。黄金开采公司的股价表现有时会滞后于黄金价格。
- 木材绝对属于长期投资品，因为树木需要历经10年以上的时间才能砍伐。自1987年以来，木材投资仅在2009年出现一次年收益率为负的情形，因为彼时正赶上了房市下滑的大形势。木材投资的资金壁垒很高。一片林地售价常为100万美元，但现在也有不动产投资信托基金，可以让普通投资者参与木材投资。
- 长期以来，艺术品收藏是亨利·克拉维斯之类超级富有者独享的投资领域。这是一个行情变化无常、流动性极低的市场，投资过程中需要支付高额费用和税收。如今，新型的艺术品投资基金也能让不够富裕的中低阶层参与此类投资。艺术品投资绝不像扣球入篮那么简单。在21世纪头10年，除了大衰退期间之外，艺术品表现良好。不过，在20世纪90年代，艺术品市场萧条黯淡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 9 章

资 产 配 置

多样化投资

过马路之前，你两边看看；天降暴雨，电闪雷鸣之时，你避开高处。作为生存信条，这完全正确。在投资理财方面，有一个最为常见的建议：为了安全起见，你应该进行多样化投资：在股票上投入一部分资金，在债券上投入一部分资金，持有一部分现金，或许还应该在大宗商品或房地产等领域做一部分投资。这种理财建议背后有一个常识性的想法：如果你的投资组合中有一个组成部分，像坐了滑梯一样大声尖叫着下滑，那么其他组成部分安然无忧，总体而言，你的投资组合仍会表现良好。

2008 年和 2009 年年初所发生的一切实在令人扼腕叹息，除了美国国债以外，几乎所有的投资品都搭上高速电梯，乘到了地下室。老天爷似乎在乐不可支地嘲笑投资规划的那个中心理念。老天爷并不孤单。长期以来，批评投资多样化的人说，将资产分散投资于多个领域，是造成投资收益平庸的一大秘诀——最好是果断地将筹码全押在一个地方，一个已等着向你展示壮观景象的地方，然后便可以发财致富。（当然，这首先要假定你能找到这样一个理想的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝山。)

有时候，集中投资行之有效。投资多样化的一个关键原则是，一只基金应该持有多只股票，可以多达数百只。但是，现在差不多有300只共同基金，其持有的股票仅有40只，或者更少。基金研究机构晨星公司做了一个研究，涵盖期间为1992~2006年，它发现这些投资非常集中的基金，其波动性并不比别的基金来得大，也就是说，这些基金的风险并不更高。而且，其中有些基金创造了令人艳羡的投资记录，比如Weitz Partners Value基金。这只基金由华莱士·韦茨（Wallace Weitz）管理，此人仰慕沃伦·巴菲特，也住在奥马哈，不像一个典型的华尔街人，倒像一个乡巴佬，特别爱穿格子花呢衬衣。这只基金持有37只股票，在时至2010年年底、市场剧烈震荡的10年间，平均每年赢得3.2%的收益率，远远优于标普500指数微不足道的表现。

但是，很少有人获得华莱士·韦茨那样的投资业绩，可以给自己增光添彩。马克·吐温在小说《傻瓜威尔逊》中说："如果你把所有的鸡蛋都放在一只篮子里，那你就要——看好那只篮子。"把东西分开来放，会更安全。用金融界的行话说，多样化投资的理想是收集几篮子没有相关性的资产，言下之意是这些资产不会向同一个方向变动。找到一些将朝天之南运行的资产，同时再找到一些将走向地之北的资产，说起来容易，做起来难。

找到形格势禁之时能抵消股票不良表现的资产，更是难上加难。根据罗杰·伊柏森创办的研究机构伊柏森公司（现在该机构已为晨星公司所有）提供的数据，近年内股票市场的数次大跌行情呈现出这样一个特征：股票和其他资产类别的相关性越来越高。恐慌心理具有传染性，我们在2008年已看到这一点。假设1.0这个数字表示某类资产与标普500指数完全正相关的相关系数。伊柏森公司的数据显示，大宗商品的变动（1970~2009年）与标普500指数的变动几乎毫不相关，它们之间的相关系数为0.04。然后，金融危机袭来，证明这与事实并不相符。

2008~2009年，大宗商品与股票之间的相关系数跳至0.54。大宗商品的总体运行方向与股票相同。这两个资产类别的变动虽然并未完全同步，但距离也不算太大。2008年，道琼斯瑞银大宗商品指数的下跌幅度，与标普500指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相比，不足1个百分点；2009年，股票市场反弹时，道琼斯瑞银大宗商品指数也随股票一道上涨，虽然涨幅没有那么大，标普500指数超出这只大宗商品指数6个百分点。据可靠数据显示，在此两年间，只有黄金（一种大宗商品）、美国中期国债和现金，在股票市场下滑时给投资者带来了正收益。若要实现真正的不相关，大宗商品必须得在股票下跌的时候上涨，反之亦然。

在股票这个资产类别本身进行多样化投资，情况会怎样呢？既然股票对于投资组合的增值潜力非常重要，那么在不同板块的股票之间进行分散投资，便是一个明智合理的想法。麻烦的是，虽然不同类型的股票通常表现互有不同，但在市场大势不好时，它们几乎会行动如一。根据资产管理机构Gerstein Fisher Associates的计算，2007年1月~2010年2月，以下三种不同类别的股票几乎变成完全正相关：标普500指数（大市值股票）、MSCI不含美国股票的全球指数（外国股票）、罗素2000指数（小市值股票）。这种现象在之前数次危机中同样存在。1997~1998年，亚洲和俄罗斯爆发货币危机和债务危机，一般而言与我们不相干的新兴市场，也开始与标普500指数几乎同起同伏。

那么，好了，如果你能对偶尔出现的大风大浪不以为然，把鸡蛋放在不同的篮子里还是明智之举。各只篮子里放多少鸡蛋，完全取决于你如何消除股票的不利影响。标普500指数在2008年遭受重创，暴跌37%。据普信集团资产管理公司所做的一项研究，一个由80%的股票和20%的中期政府债券组成的投资组合，2008年下跌28.6%。虽然这也让人痛苦，但痛苦程度没有标普500指数给人的折磨来得大。更有甚者，一个由60%的股票、30%的债券和10%的现金构成的投资组合，其下跌幅度仅为20.4%。



理财规划师罗杰·吉布森（Roger Gibson）于1989年出版《资产配置：平衡金融风险》一书，他在书中指出，投资多样化“是一个历史悠久的投资原则”。犹太教法典《塔木德》成书于数千年前，其中说道：“每个人都应该将自己的资金分成三个部分，1/3做土地投资，1/3用来经营生意，1/3放在手边，以备不时之需。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧文·费雪很不幸，就在1929年股市大崩盘之前，他做了错误的预判，认为股市前途光明，仍将看涨，但他的确也很有前瞻性地建议说，投资安全存在于将资产做分散化的安排之中。“从个体上看，投资品越是不安全，那么从整体上看，投资品便越安全，”他这样写道。本杰明·格雷厄姆也支持投资多样化，但他没有展开说明如何实现这一点，只是提出劝告：一般说来，债券应该和股票一道成为投资组合的一部分。

现在已出现一个完整的行业，专门告诉投资者如何进行多样化投资。这个行业有一个类似同业公会的组织，给那些已通过一系列折磨人的考试的人，颁发注册理财规划师（CFP）证书。据最新统计，在美国，从事理财规划工作的，已有61 000人拿到了这种证书，这一数字与10年前的36 000人相比，有了很大增长。从全世界范围看，持有注册理财规划师证书的人数翻了一番，增加至118 000人。

虽然投资多样化的思想已存在很久，但多样化成为投资的一个核心理念，还是最近数十年的事。20世纪50年代，经济学家哈里·马科维茨首创现代投资组合理论（MPT），为资产配置提供了学术框架。该理论探讨投资者如何在考虑自己所承担的风险之后，必须让投资组合实现多样化，才能获得最佳收益。在马科维茨提出此理论之前，学术界已有人研究风险的作用，但只是将风险与单个证券相联系，并没有探讨单个证券之间如何相互抵消风险，或者如何未能抵消风险。

马科维茨本是芝加哥一个食品杂货店店主的儿子，在两年内飞速读完了芝加哥大学的本科课程。他在芝加哥大学读博士期间，为了寻找一个研究方向，决定潜心阅读与股票市场有关的文献。读到的书籍让他深感失望。有一部评价很高的著作，是约翰·布尔·威廉姆斯撰写的《投资价值理论》，这本书给他的印象是水准太低，不该有那么高的荣誉。此书描述如何通过计算预期股利，对股票进行价值评估。马科维茨觉得威廉姆斯研究得不够深入：这本书并未解释人们如何根据大量股票的风险水平，拼合成一个完整的投资组合。只有当股票不像玻璃遇到冰雹袭击时一样破碎，良好的股利才有意义。

为了撰写博士论文，马科维茨灵机一动，想出一个数学概念，从“一组资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产如何同起同落”的角度，来测量这组资产的风险。当时，这是一个很激进的想法。马科维茨回忆说，他做博士论文答辩时，在芝加哥大学君临天下的米尔顿·弗里德曼大人，因为他的新奇研究方法，着实让他度过了一段难挨的时光，“答辩进行了两分钟，弗里德曼就说，‘在你用的数学中，我找不到任何错误，但这不是经济学博士论文，我们不能给你经济学博士学位’”。马科维茨还是拿到了博士学位，不过他发现，自己新创造的理论（量化金融）在学术界没有多大市场。于是，他去兰德公司工作。该公司是一个智库，设立宗旨是帮助美国政府，让其对付立在“铁幕”之后怒目而视的“冷战”死敌。兰德公司学者的研究范围，远非只是研究新的战争策略。

这里的工作环境给了马科维茨很大的研究自由。1952年，这位25岁的经济学家将自己的博士论文进行扩展，变成一篇题为《投资组合选择》的论文，这篇论文为现代投资组合理论奠定了基础。由于提出这一具有开创性的理论，马科维茨继而于1990年荣获诺贝尔经济学奖，与他一道分享该奖的，还有另外两位美国经济学家默顿·米勒和威廉·夏普。从根本上说，既持有福特汽车股票，又持有通用汽车股票，属于相关性很高的投资，避免此类集中投资的想法不证自明。马科维茨的理论越过这种显而易见的投资匹配方式，使用复杂的统计演绎，结果便会在一通紧凑的鼓声和一阵嘹亮的喇叭声中，宣告找到一个投资组合，一个将适当的安全性和不错的收益率加以平衡的投资组合，或者说是试图找到这样一个投资组合。

使用数学在风险和收益之间进行平衡，是一件需要慎重对待的事，因为得出一个统计结论，取决于历史标准。用统计方法测量风险的一个基础概念称为“标准差”，这一概念描述一项投资与其平均收益率之间的偏离程度。风险最大的一些投资更有可能提供出色的收益率，只要这些投资不会相撞起火。马科维茨想出如何在一张水平轴表示标准差、纵轴表示期望收益率的图上，标出各个投资选择点。沿着上端选择点画出的一条曲线称为“有效边界”，这就是投资决策所需的风险最小、收益率最大的选择集。

在2008年和2009年年初发生近乎大灾难的市场崩盘之后，很多人开始质疑现代投资组合理论。随着雷曼兄弟不光彩地瘫倒在地、动弹不得，风险和收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的正态分布完全被打乱。当公司债券、房地产和大宗商品跟随股票陷入泥坑之时，大混乱已经来临。2008 年 9 月，所有的人都涌向美国国债，仿佛那是 1940 年 6 月开出巴黎的最后一趟列车。在有些圈子内，多样化成了一个肮脏的字眼。

市场大崩溃之后，马科维茨告诉《华尔街日报》说，投资风格稳健的主动管理型基金和指数基金，仍然遏制了过多的风险。市场崩溃的根源，他接着说，在于抵押贷款支持证券那种新奇的玩意儿："最近数年来，通过金融工程弄出的层层叠叠的产品，加上高杠杆率，证明不是什么好东西。"几乎毁了整个世界经济的有毒投资品，其相关性太高，也就是说，抵押贷款支持证券里塞满了劣质的房屋贷款。

这种说法在某种程度上正确。但现在的事实仍然是，无论全球金融崩溃是否会出现，构建完美的投资组合远非一种精确的科学。现代投资组合理论建立在有效市场假说的基础之上，这一假说认为投资者行为理性。该假说还认为，投资者全都信息灵通。而经常存在的事实是，投资者既不理性，也没有线索。

投资者能娴熟地想出如何实施多样化吗？本·麦克卢尔是 McClure & Co 咨询公司的董事，他做的一个研究显示，投资者想找到"表现与投资组合中其他投资相互独立"的股票非常困难。而且，他还说，选择无风险的资产去平衡有风险的投资品，几乎不可能。举个例子，美国国债一般假定为没有违约风险，但利率上调和通货膨胀就能置这些债券于死地。资产配置只是这样一个问题：收集到的东西可能会出人意料，并且是令人很不愉快的意外。



任何试图琢磨出将那些宝贵的"鸡蛋"放于何处的人，想到一个事实，一定会不寒而栗：最优秀者当中的最优秀者，竟然也把这种放鸡蛋的工作给做砸了。自 1986 年以来，大卫·斯文森（David Swensen）一直是耶鲁大学捐赠基金的首席投资官，骄人的投资记录使他在精英云集的投资界有了近乎神明的声望。他实行的"耶鲁投资模式"以现代投资组合理论为基础，增值率总是整整齐齐地高达两位数百分比，相形之下，标普 500 指数大为逊色。斯文森将投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合分成六等分，每个部分的资产类别各不相同。在2008～2009学年，其中一个资产类别遭遇滑铁卢，这个类别的资产就是所谓的“实物资产”（real assets），主要集中投资房地产和大宗商品。当时的经历使人想起僵尸片鼻祖《活死人之夜》（*Night of the Living Dead*）。斯文森投资亏损24.6%，尴尬得无地自容，而其他大学的捐赠基金平均仅下跌17.2%。没错，你可以说这场金融危机是一个大意外。可是，资产配置的要义，不正是让你的投资组合免遭暴风骤雨的袭击，从而让其损失程度达到最小化吗？

有人费尽大量笔墨，洋洋洒洒地论述一个投资组合的收益，多大程度上取决于资产配置，多大程度上又取决于聪明地挑选投资品或把握市场时机的能力。1986年，三位金融专家所做的一个研究，给出资产配置居于首要地位的事实理由，在金融界引起重大反响——这三位专家是加里·布林森（Gary Brinson）、伦道夫·胡德（L. Randolph Hood）和吉尔伯特·比鲍尔（Gilbert Beebower），合在一起称为“BHB三人团”。

三位专家在分析91只养老基金1974～1983年的投资业绩之后，得出结论认为基金的收益率如何，绝大程度上取决于资产配置。10年以后，另一位金融界的聪明人威廉·扬克（William Jahnke），以自己的研究结果攻击“BHB三人团”，他认为资产配置的作用仅占很小一部分。“BHB三人团”便拿已更新的数据予以还击，另有一些人同声应和。

关于这个话题，最新的观点来自罗杰·伊柏森，他建立了可以提供任何地方证券价格的最佳数据库，因此赢得了声誉。在2010年春季的一期《金融分析师》杂志上，他发表了一篇文章，通过对大量数据进行分析，得出结论认为，资产配置和熟练地把握市场时机的能力，对投资结果具有同等重要性。

当人们仔细考虑如何投资时，先假定投资多样化要比不实行多样化更为明智，现在仍不失为一种合情合理的思考。别忘了，谁也不愿意在雷曼兄弟股票上投入80%的资金，而最终被卡得不能动弹。这样一来，问题就成了：我应该在什么投资品上持有多大比例呢？下面我们集中讨论一下不同资产类别如何互相影响，以及历史告诉了我们各种资产类别都有什么样的优缺点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正如杰里米·西格尔满怀热诚地证明：股票是任何投资组合的增值引擎；在短期内，股票波动性最大，就长期而言，股票最能可靠地带来投资收益（自2000年开始的“失落的十年”除外）。如果经济形势良好，总体上看，股票亦会表现不俗。

你越是年轻，投资组合中持有很大一部分股票，便越是明智的做法，因为你拥有更多的岁月，将不时会出现的市场跌势中遭遇的损失弥补回来。在经济衰退期间，小市值股票损失最为惨重，因为它们底盘不稳，资源缺乏，不足以抵挡经济大势的剧烈变化。一旦经济复苏，春暖花开，小市值股票相对于大盘股，便会长出更长的新芽。而且，正如沃伦·巴菲特及其追随者所充分了解的，随着时间的逐渐推移，价值型股票表现最优。过去很长时间内，人们认为外国股票可以对美国股票起到很好的平衡作用，但是现在，最优机会似乎只存在于外国股票中的一个子集：新兴市场股票，其中表现最杰出的出现于中国那样的快速发展市场。发达国家的股票表现，除去一些例外，常常与美国股票相当接近。

一般而言，债券与股票的相关性不高，因为在利率处于低水平的时候，固定收益证券往往表现最优，而这通常正是经济处在令人沮丧焦虑的时期。债券会让你定期得到利息回报（很多股票却不发放股利）而且，债券价格的波动程度要小于股票。利率上升和通货膨胀是债券的天敌，会将债券价格撞翻在地。投资级公司债券、市政债券和财政部债券，是固定收益类别中最为安全的品种。

零息债券直至到期才支付利息，这种债券和垃圾债券一样，属于波动性最高的债券品种。零息债券没有那种定期支付的利息，借以减缓任何不利消息带来的冲击。当这些债券到期偿付时，你可以拿到利息。实际上，垃圾债券的表现通常与股票亦步亦趋，因为经济大势不利会刺激人们心生担忧，惧怕发行垃圾债券的公司因债务压力，会拖欠利息支付或者不能偿还本金。

在债券领域，属于另类的，是财政部防通胀债券（TIPS）。顾名思义，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种债券的设置宗旨在于，让你免遭通货膨胀的破坏性恶果。正因为有此功能，这类债券与其他类型的债券之间相关性很低，而且，和其他类型的债券相比，与股票的相关性也更低。

现金以及现金等价物，例如银行定期存单和货币市场基金，是投资组合中起着保持平稳作用的压舱物。现金等价物流动性很高，也就是说，现金等价物可以很快转换成现钞。不利的一面：既然持有现金拿不到利息，现金等价物付息也很低，那么随着时间的推移，通货膨胀便有一个恶劣的习惯，就是啃噬这类资产的收益率。要解决这个问题，一个基本的经验法则是，手头保留相当于六个月生活费用的现金，或者应付突如其来的急需，或者如果你找到想购买的某个好东西，便可以动用现金储备。

从历史数据来看，实物资产或称真实资产（多数时候是指能源、木材和黄金）与股票和债券的相关性均不高。一般而言，如果经济在增长，能源会表现良好，因为汽油和以石油为基础的产品，比如塑料，会存在更大需求。如果房地产业发展强劲，投资木材会从中获益，不过，获益程度各有不同，因为树木需要经过长达数十年的生长周期才能砍伐。2009 年，房地产市场非常萧条，而木材价格却保持了平稳态势。每当社会机体中出现紊乱，不论是通货膨胀还是经济衰退，抑或是战争爆发，投资黄金均会从中得利。黄金现在仍保持着作为最后价值贮藏的魅力。但能源和黄金属于云霄飞车一类资产：它们有着炫耀般的长时间快速上升的收益记录，随后又出现长时间的快速滑落。

房地产是持有最为广泛的资产类别，以前曾是一种十拿九稳不会摇摇晃晃的东西，不像股票市场那样频繁震荡。美国房屋大约 67% 为私人所有。直到 2006 年，人们还普遍认为，房屋价值几乎总会不断上涨。在经济衰退期间，房屋价值可能会在一个平台上停留一段时间，甚至微有下挫，然后又重拾升势。

这是美国政府鼓励人们购买的一类资产，美国政府之所以如此，是基于这样的猜想：拥有房屋所有权会增进与家庭有关的价值观，提高社区凝聚力，当然，也会为地方政府通过征收房产税增加财政收入。美国政府为抵押贷款提供联邦税抵扣优惠，也赞助房利美和房地美之类的机构，这些机构从贷款银行购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入抵押贷款，如此一来，贷款银行便有更大余地放出更多的房屋贷款。当大衰退之后大量未售出，以及被取消抵押品赎回权的存量房屋，最终被消化掉之时，房屋价值可能会返回长途跋涉的惯常上升之路。

与此同时，一种投资商业房地产（写字楼、购物中心和仓库）的不同方式已发展起来，这就是房地产投资信托基金。这类信托基金像股票一样在证券交易所上市交易，其中多数拥有物业，收取大量租金，派发不错的红利。这类信托基金与债券有些相像。不同之处在于，信托基金的波动性相当大，标准差是债券的两倍以上。

对冲基金及其亲族私募股权基金（PE），在投资组合中拥有日益重要的地位。对冲基金采用新奇的交易手段，私募股权基金则买卖整个公司。这两类基金收取极高的费率，引起人们的激烈争议。这些高端基金中有些基金取得了辉煌业绩，有些则令人失望。一般而言，这两类基金只有富人才能染指，不过，现在也有一部分基金公开交易，普通投资者可以通过购买普通股参与投资。



只有多样化安排，并非真正的资产配置。人们还需要考虑自己的投资时限，也就是你正在积攒的钱何时需要动用的问题。你现在正有一个小宝贝，需要为她攒下读大学的费用吗？离退休还有30年还是10年？你的理财目标实现的可能性有多大？你能承担多大的风险？

考虑到风险的存在，资产如何配置便显得至关重要。以最简单的方式说，资产配置问题可以转化为这样一个问题：在投资组合中，相对于债券和现金，股票该占多大比例。保守的策略是，持有较低比例的股票，或许是20%～40%。这样的配置会提供很大的安全边际，而且可能是接近退休或已经退休人群的最优配置。但是，假若你多年后才会退休，如此配置便不能带来你需要的增值空间。中性的配置策略是，在投资组合中持有50%～60%的股票。这样的配置能给投资组合提供更强的增值动力，而且，在债券的收益性和现金的稳定性受到不利影响时，还能起到可靠的缓冲作用。对于激进派投资者，持有65%～80%的股票，会给投资组合带来很大活力，但债券和现金只能提供部分保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

护。采用这样的资产配置比例，调用现金常常只是为了购买更多的股票。

将鸡蛋放入不同篮子的过程中，处理好交易费用和税收问题，对于投资成功极为重要。高额费用进的是别人的钱袋，不是你的腰包。若要获得踏进共同基金门槛的特权，你需要支付高达5.75%的沉重的前端手续费，所以说共同基金不是在帮你的忙。税收对于你的财富，具有相似的侵蚀作用。聪明的投资者会在有税收优惠的账户中持有债权型基金，因为这类基金带来的利息收入征税时，适用很高的普通收入税率。股票股利要优于债券利息收入，因为股票派发的股利以低于债券利息收入的税率纳税。

为了让多样化投资收到预期效果，投资过程中调整资产配置比例也非常关键。随着你年岁渐增，你可能会希望让配置比例朝着更为保守的方向倾斜。在短期内，投资组合内投资品价值的变化，可能会让你偏爱的配置比例发生偏离。结果，你持有的一组资产变成了远非你想要的那种配置结构。或许，你希望股票和债券各占50%，而股票市场已变得非常活跃，现在股票在你的投资组合中占了更大比例，股票对债券变成了60:40。所以，你需要添加债券，同时减少股票，这样才能让资产配置重新回到对你来说正确的比例上。这时，需要小心对待的，是把握好时机。频繁调整配置比例，可能会导致卖掉正在赚钱的资产，而其仍有上涨空间；调整配置比例的次数太少，又可能让你背负已过了上涨高峰、正处于下跌通道中的资产。最佳建议是，一年内调整配置比例不要超过两次，如此便能避免过多地缴纳资本利得税和交易费用，而这两项都会损害投资收益。



金融服务业善于发现新的需求。人们对既能提供不错的投资多样化益处又能调整资产配置的金融产品之渴望，已催生大量新型基金，随着时间的流逝，这类基金会逐渐采用更为保守的投资风格（也就是说，增加债券的投资比例）。这种金融产品称为“目标日期基金”，专门为不同年龄组的投资者设置投资组合，其名称上会标明投资者的预期退休年份，比如富达 Freedom 2020 基金和普信 Retirement 2030 基金。投资者未必会在那些日期到来时退出基金，但基金名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称为投资者认清自己退休前的投资规划，确定了简单易行的目标。

目标日期基金近年来呈现出引人注目的巨大增长，因为美国婴儿潮一代注意到自己正日渐接近65岁，这是传统上人们将一切高高挂起的年龄。20世纪90年代初，目标日期基金刚开始出现时，数量少而规模小，随着2006年养老金法案通过，这类基金才真正开始了快速发展——该法案使雇主公司得以让雇员自动加入401(k)退休金计划，由此削弱了妨碍雇员为将来做投资打算的惰性。以前，雇员得自己选择是否加入一个退休金计划；现在，雇主公司管理层可以直接要求他们参与一个计划，雇员不得不摆脱原有的惰性，振奋精神参加进来。

对于让雇员保持快乐的心态持续参与401(k)退休金计划，目标日期基金是一种理想的工具。因为各只基金名称上的日期扣动了人们的心弦，向人们明确表示，为了在不工作的时候能有钱生活，他们必须进行投资。再者，这类基金还提供了一个便利，即随着时间的流逝，会自动转向投资风险更小的资产。2005~2006年，目标日期基金管理的资产由690亿美元，迅速上升至1 140亿美元。2008年，心怀恐惧的投资者从这类基金中撤出资金，但此后，这些投资组合又赢得了投资者的欢迎。2009年年底，目标日期基金享有2 590亿美元的资产。

不过，这些基金并非包治百病的灵丹妙药。它们并不都相同，也并不都表现出色。有些年轻的冒失鬼基金风险高于其他基金；股票的风险敞口水平也各不相同。普信集团发行的那些目标日期基金更多地倾向于投资股票，甚至对于接近退休的人亦是如此。普特南资产管理公司（Putnam）发行的基金则持有更大权重的债券。有句老话说，你的固定收益投资该配置多大比例，要随着你年龄的变化而变化。因此，假如你现年55岁，你应该在债券投资上采用55%的比例，其余的则为股票。当然，这样确定资产配置，是极其简单化的做法。为了凑足将来的养老钱，需要考虑更多的问题，比如你想继续工作多久。

不过，普信 Retirement 2020 基金，一只为那些想在2020年退休的人所设置的基金，其资产配置在2010年年底为股票占71%，债券占22%，其余的是现金和其他资产。现在将这只基金与普特南2020基金做一比较，后者股票对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的配置比例为32%对46%。目标日期基金存在的时间还很短，不过这类基金五年间平均收益率数据显示，投资风格更为激进的普信 Retirement 2020 基金表现占优，投资收益率为4.4%，而普特南2020基金仅增值1.4%。金融危机再度扭曲了股票和债券的传统表现，因为危机期间多数债券和股票一样受到挫败。在市场形势积极恶劣的2008年，投资风格更为保守的普特南2020基金，其损失不及普信 Retirement 2020 基金，尽管两者差距不大：普特南2020基金下跌了32.9%，普信 Retirement 2020 基金下跌了33.5%。在市场出现反弹的2009年，普信 Retirement 2020 基金表现要好于普特南2020基金，高出4个百分点。

不过，在下一个10年，假定股票和债券的表现与其正常情况下的表现一样，那么普特南2020基金可能更适合于在2020年退休的人，会让他们感到很舒服。然而，如果再发生一阵严重的通货膨胀，会怎样呢？像普特南2020基金那样坐拥大量债券的基金，可能并不最适合于想在2020年退休的人。

批评目标日期基金的人说，如果你自行确定资产配置，或许也接受优秀的理财规划师的协助，那么你的财务境遇会更好。很多这类“设置后便将其忘却”的投资组合，其缺点远远不止是资产配置问题。一个缺点是，目标日期基金采用逼人就范式（Procrustean bed）的管理。2009年，在证券交易委员会举行的一个听证会上，晨星公司资产配置策略主管罗德·贝尔，呼吁每个年份的目标日期基金均应设置保守、温和和激进三个不同的投资组合，让投资者有机会选择不同的风险暴露水平。如果普信基金是为你所在公司提供401(k)退休金管理服务的公司，那么根据贝尔的提议，这家基金公司应该提供更多的选择，以便满足你的需要，而不是像它通常所做的那样，只是提供满载股票的投资组合。

21世纪头10年末期大灾难结束之后，在华盛顿特区举行的一些听证会表明，目标日期基金存在诸多问题。2008年，有一只表现最差的基金，叫 Oppenheimer Transition 2010，这只基金的跌幅极其吓人，高达41%。该基金在股票上配置比例很高（60%），也持有大量致命的抵押贷款支持证券，致使债券这部分资产损失惨重。在拼凑目标日期基金时，很多基金管理公司会使用其设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立的其他基金，并非所有基金都达到了应有的要求。而且，有些基金收取的费用太高。例如，MassMutual 2020 基金，每年要向投资者收取 1.3% 的管理费，而先锋集团 2020 基金收取的管理费仅为前者的 1/7。

对于有着良好储蓄习惯的投资者，目标日期基金的营销可能会产生很好的预期效果。基金业在促销材料上捏造所谓的投资模型，向投资者表明目标日期基金应该能奉上令人满意的收益，可以让投资者过上舒适的晚年。摩根大通所做的研究毁了这幅美好的图画，他们认为目标日期基金对投资者的情况做了过于乐观的假设，根本就不切实际。那些投资模型假设，35 岁的投资者会拿出 10% 的薪资收入，放进 401(k) 退休金计划；而统计数据显示，这种情形直到投资者年届 55 岁时才会发生。此外，基金业设计的模型仿佛表明，没有人会在退休之前向银行贷款，或从 401(k) 退休金计划中提取资金，而统计数据显示，有 20% 的人会贷款，15% 的人会提前使用该计划中的资金。最后，基金业还预期，已退休者每年从这些受到庇护的钱里，只会提出 4% ~5% 的资金。资产配置成了资产毁灭。



请你告诉我，一个人怎样才能想出正确的资产配置呢?

现在互联网上有足够多的理财规划工具可以使用，有的免费，有的收取很低的使用费。一个深受好评的工具叫 MarketRiders，每月使用费 10 美元左右，可以为你提供一个交易所交易型基金清单，涵盖所有的投资领域。该工具的使用基于一个问卷调查，大约要花费一个小时填写，内容涉及你的年龄、风险容忍度以及诸如此类的很多问题。你走出去，可以从嘉信集团之类的经纪券商处，买入交易所交易型基金（即证券交易日全天在证券交易所买卖的共同基金），MarketRiders 网站并不抽取佣金，从中切下一块肉。需要调整资产配置时，该网站会向你发出预警。

另有些网上计算工具可供人们免费使用，比如 ESPlannerBASIC，这是波士顿大学经济学家劳伦斯·考特里科夫的智慧产儿。这个计算工具会问你一系列问题，大约需要 30 分钟回答完毕，问题涉及广泛，例如你的收入、你的消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平、你家孩子何时离巢独立生活等。你会得到一些问题的答案，比如，有了一个由不同资产类别构成的理想的资产配置方案，你能花费多少钱用于退休后的生活。该理财规划工具对于交易所交易型基金，或其他任何特定证券，不做具体推荐。

不过，很多自助型资产配置工具也有局限性。2009 年 12 月，精算师和精算基础协会（Society of Actuaries and Actuarial Foundation），批评这些网上理财规划工具，指责其未能考虑到如下因素：寿命（你可能还会活多久）、住房（你会卖掉自己的房屋而去租房，或者使用逆向抵押贷款吗）、你的预期社会保障收入是多少，以及你买一份年金的可能性有多大（你一次性向保险公司付出大额款项，以终身获得一系列等额支付作为回报）。令人不安的是，该协会所做的一个调查发现，虽然有 10% 的被调查者用过网上工具，为自己的投资做规划，但 37% 的被调查者求助于亲戚朋友，让他们提供理财规划建议。表兄弟查理在烧烤野餐方面技艺纯熟，但他对理财可能也有所了解。理财规划师乔尔·布鲁肯斯坦告诉理财网站 MarketWatch 说，一般人做投资规划时，最大的问题在于，很多人不想在这上面花工夫。

去找理财规划师，他们是有血有肉会呼吸的工具，让他们替你想出该把钱投在什么上面。很多全能型经纪券商雇用这类顾问，不过他们可能会推荐券商正在大力推销的金融产品，哪怕这些受其吹捧的产品像是腐烂的植物、树叶等混合而成的堆肥。虽然经纪券商的内部理财规划师会按固定费率收费，但是当客户走到交易厅去执行理财计划时，理财规划师可能会从券商处得到一部分佣金回扣。幸亏现在有越来越多的独立理财顾问涌现出来，其中有些人是逃出华尔街大公司的“难民”。他们以客户资产为基数，每年收取固定费率的咨询费，从 0.25% 到 1.5% 不等。别处的经纪券商根据推荐执行交易，但独立做出推荐的理财顾问不会从交易中牟利。

相对而言，理财顾问是比较新的一种职业。小登比·布兰登和奥利弗·韦尔奇合作撰写了《理财规划史》（*The History of Financial Planning*），他们在书中提到以前人们考虑如何为晚年做储蓄时，只能向保险销售员和股票经纪人寻求理财建议。第二次世界大战之后，美国逐渐成为越来越富裕的国家，人们对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供理财建议的需求不断增长。1969年，一些销售代表在芝加哥奥黑尔机场附近召集会议，启动一种新型职业，即理财咨询，这一职业将为大众的理财需求提供服务，并在此过程中产生额外的咨询费收入。此后又有了由一个专门机构主持的理财规划师考试，该机构评价理财规划师的执业标准、教育计划以及作为真正的专业人员应具备的其他方面。理财规划师考试非常难，通过率为50%稍多一点。该机构制定了一套执业道德规范，1978年首次将一名会员除名，因为这名会员犯有舞弊行为。时至2008年年底，已有213所院校提供理财规划学历教育，有学士、硕士或博士学位授予权。

在很长一段时间里，理财规划行业绞尽脑汁地试图解决一个问题：他们是否该设置理财信托标准，若设此标准，理财规划师必须以客户的最大利益为执业出发点，而不是以自己的钱袋饱胀与否为行动指南。有位规划师名叫约翰·布兰金西博，常常呼吁信托责任应该成为理财规划师职业道德核心的一部分，这是一种很有争议的立场，因为有些规划师担心，设置信托责任会让他们面临可能吃官司的危险。布兰登和韦尔奇在书中写道，在一次理财规划师大会上，布兰金西博发言时，很多与会规划师“朝演讲台上扔分币和樱桃番茄，以示抗议”。最终，布兰金西博一方赢得胜利，理财信托责任进了理财规划师的职业规范。



投资者想知道的是：我会比自己的资产活得更长吗？设想一下这样的情景：在一间狭小逼仄的屋子里，墙上的涂料剥落，一盏孤灯从天花板上垂下来，来回晃荡，一个穿得破破烂烂的老人，蜷缩着身体，一只患了关节炎的手，紧紧握着锈迹斑斑的猫食罐头盒，另一只手拿着勺子挖着猫食，送进牙齿近乎落尽的嘴里，一滴苦涩的泪珠从布满皱纹的面颊滚落——这是每个人都想避免的最可怕的梦魇。

在为客户制定投资方案时，很多理财规划师都会利用新型工具，测试方案的长期适用性。其中最为重要的测试工具是蒙特卡洛模拟，该工具力求测算出你的资产能维持你的生活，直到你离开这个星球的可能性。做蒙特卡洛测试

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，计算机会根据你的有关信息，以及将来经济和市场形势的假设，进行无数次运算。据《华尔街日报》报道，2009年，从事理财规划的 Financial Engines 公司，为一位现年50岁、年收入25万美元、将在65岁退休、持有价值100万美元投资组合的男性，计算出了可能会出现的结果：退休后每年收入在16.1万~19.3万美元的可能性为27%；在0~11万美元的可能性为5%；28.6万美元以上的可能性也为5%。

蒙特卡洛模拟法最初出现于20世纪40年代，其创立目的是为了设计核武器；之所以如此命名，是因为当时法国地中海沿岸地区里维埃拉有个旅游热门城市叫蒙特卡洛，此处以其海滩和赌场而著称。不可否认，为退休后生活进行投资，与赌博有相似之处，两者都是对未来下注，都要计算出可能性。1964年，一位名叫大卫·赫兹（David Hertz）的数学家将蒙特卡洛模拟法应用于理财领域，现在这一方法已用于公司项目规划、股票期权估值、投资组合分析等诸多方面。

蒙特卡洛模拟法以及其他类似投资组合构建工具，在21世纪头10年末期的市场大崩溃中，突显出一个弱点：正如 Financial Engines 公司那个例子所示，这种模拟法往往对可能结果的中间范围，赋予最大的可能性。可能性呈钟形分布。出现暴跌的可能性被评价为很低，处在钟形曲线左端的狭窄处。据《华尔街日报》记者埃莉诺·莱斯报道，2008年，一个由60%股票和40%债券组成的投资组合下跌了1/5。出现这种情形的可能性被评价为111年只会发生一次。令人感叹的是，最近几年来，异乎寻常的市场下跌，其出现的频率远远高于111年一遇：1987年股市大崩盘、21世纪初科技股灾难、21世纪头10年末期房地产市场暴跌。为了克服这一点，很多理财规划师力图采用“肥尾”分布，根据此种概率分布，表面上看极少出现的市场暴跌，被当做更可能出现的情形来对待。所以，钟形曲线左端逐渐变窄的尾巴变得更宽了。

在赌场里，有些赌法纯粹靠运气。另有些赌法，比如21点，会让你有更多的赌赢机会，因为这些赌法涉及运用策略和数学。资产配置的胜算要高于赌博。如果你精于此道，老天爷又不过于残忍，你便有可能拥有一个幸福的晚年。谁也不愿意到头来，坐在一间又脏又旧的屋子里，吃猫食。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

- 资产多样化，即将一些朝一个方向变动的资产和另一些朝另一方向变动的资产组合在一起，现在已成为理财规划的一个标准。但2008～2009年市场大崩盘期间，资产配置的这一核心做法看来并没有收到预期效果。
- 既然资产配置的一个关键信条在于找到互不关联的资产，而股票又是任何投资组合的增值引擎，投资者便总是在寻找不与股票同起同落的资产。这很难做到。在市场处于下跌通道之时，即便如大宗商品之类毫不相关的资产，往往也更多地像股票一样变动。
- 20世纪50年代，经济学家哈里·马科维茨首创现代投资组合理论（MPT），为投资多样化提供了学术框架。该理论运用统计方法，构建出将风险和收益予以平衡的投资组合，其中特别重视投资组合内资产不可同向变动。但现代投资组合理论建立在统计准则之上，在疯狂的2008～2009年遭到惨败，疯狂的市场差不多摧毁了一切资产。
- 债券，尤其是美国国债，与股票的相关性不大。通常而言，像能源、木材和黄金之类的实物资产，其行情既不随股票的变化而变化，亦不随债券的变动而变动。房地产以前是一类价值平稳上升的资产，直到21世纪头10年末期，这种趋势才被中断，或许房地产将重新返回原有的长期缓慢上升之路。
- 在保守型资产配置中，债券权重大而股票权重小，但这种投资组合，可能无法积累起良好的退休生活所需要的财富。激进型资产配置则向股票倾斜，但在大事不妙的时期，可能会发生崩溃。股票和债券比例大致相当的资产配置，在长期里可能会产生更好的投资效果。为了确保投资组合不偏离自己的投资策略，投资者每年均应视情况而调整自己的投资组合，但调整次数至多为两次。
- 随着时间的流逝，目标日期基金会自动转向更为保守的投资风格，现在正日益受到人们的欢迎。不过，有些目标日期基金风险高于其他同类基金，有些目标日期基金实际上又是七拼八凑的产物，运转不良。与此同时，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个完整的理财规划行业已应运而生，帮助人们制定投资规划。

- 在为客户制定投资规划时，很多理财规划师会使用蒙特卡洛模拟，计算客户晚年生活中经济无忧的可能性。但蒙特卡洛模拟以及其他类似工具可能会达不到期望要求，因为它们完全取决于落在钟形曲线上的结果。最近20余年来的事实表明，异乎寻常的市场暴跌出现的频率，远远高于钟形曲线分布所预期的范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 10 章

寻找劣者的投资

卖　空

詹姆斯·查诺斯面庞消瘦，神情忧伤，不是一个让人振奋的家伙。在美国上市公司的眼里，他无疑是一个不受欢迎的人。他要是在四处打听一只股票的情况，通常就表明他看出这只股票有问题。并且，这还意味着他很可能要卖空这只股票，也就是赌它的价格会下跌。

虽说卖空股票是一种风险很大的做法，但有些投资者跟随查诺斯以及其他有着良好做空记录的空头卖家一起行动，却常常修成正果，赚到不少钱。空头卖家以前是默默无闻的小人物，现在，他们在金融界地位突出，声名显赫，传统媒体和互联网都大力宣扬他们的观点。他们成了一个真正有力量的群体。

查诺斯就是那个揭露安然会计舞弊的人。安然曾是一家光芒耀眼的明星公司，因业绩增长强劲，具有创新精神，在华尔街赢得普遍赞誉。查诺斯揭开安然面具之后，安然股价暴跌，最终破产，有几个高管还进了班房。查诺斯平常会深入研究安然之类公司的财务报表，如果哪家公司会计处理有问题，他会卖空那家公司的股票，期待自己发现的缺点最终会引导投资者抛售那只股票，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此引发股价下跌。查诺斯是古希腊人后裔，他管理的投资公司称做 Kynikos，在希腊语中是“愤世嫉俗”的意思。

20 世纪 90 年代，安然深受敬重，常常跻身于杂志评选的最优秀公司名单。查诺斯有次接受《巴伦周刊》采访时说，他最初认为安然是“可以持续经营的”，只是股票价格太高了。2000 年，安然股票每股交易价为 90 美元，市盈率高达惊人的 60 倍。这在当时轰轰烈烈的科技股热潮期间，属于市盈率处于高位的一类股票。

安然不仅从事电力交易，经营范围还包括天然气、宽带和纸张。该公司最初的名称叫 EnterOn，看上去与“前进”一词意思相关，是一种文字上的讲究。有人注意到这个名称在希腊语中意思是“大肠”（这事发生在比查诺斯揭露安然骗局之前），于是，这一名称便缩减为 Enron（安然）。安然总部设于美国能源之都休斯敦，办公大楼华美奢侈。该公司拥有休斯敦职业棒球联赛主场馆的冠名权。安然丑闻发生之后，安然棒球场更名为美汁源公园棒球场。休斯敦太空人棒球队主场比赛在这里举行，现在从远处看这座球场的一面外墙，可以看到上面有一个很大的火车头模型，拖着一只盛满橘子的煤斗咯哒咯哒地向前行驶。有个笑话说，安然还是棒球队的公司赞助方时，煤斗被当做文件夹装满了传票。

查诺斯最初对安然产生怀疑，是因为读到《华尔街日报》当时一位记者乔纳森·韦尔写的一篇文章。韦尔在文中描述安然虚增利润，将应在未来入账的交易收入作为盈利列入财务报告，这种不诚实的会计操作称为“提前确认销售收入”（“gain-on-sale” accounting）。有些公司管理人员，比如安然的高管，如果拿出更高的报告利润，便可以得到更多的个人收入，所以他们有很强的动机让财务数字看起来比实际情况更好。查诺斯告诉《巴伦周刊》说：“我们一直看到这样的事情，公司管理层因有很强的期权激励、持有大量公司股票，为了凭空造出盈利，便很难抗拒提前确认销售收入的账务处理。”

查诺斯和其他空头对于自己看空一家公司的观点，都想公开加以传播，他们希望唤醒市场，让市场认清该公司的不足之处。2010 年年初，查诺斯在其举办的冬眠之熊（Bears in Hibernation）年度大会上，点了安然的名，将安然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列为优先做空的数家公司之一。众多资金管理人参加了这次会议。查诺斯帮助时任《财富》杂志记者的贝萨妮·麦克莱恩，向她提供材料撰写一篇关于安然会计处理可疑的报道。安然高管力图封杀这篇文章，告诉贝萨妮的几位上司，说她根本不了解安然在果敢地向未来迈进的过程中所使用的复杂技术。2001年年底，安然根据《破产法》第十一章有关条款申请破产。

关于空头卖家，有两类看法。一种观点，也是空头攻击对象支持的观点，认为这些做空的人是食尸鬼，他们想损害优质公司的声誉，因此会伤害辛勤工作的公司雇员，伤害好心肠的长期投资者，有时甚至会伤害资本主义制度。2001 年 10 月，安然首席执行官肯·雷（Ken Lay）对公司员工说空头们正在攻击安然，“这就像美国遭受恐怖袭击一样”。另一种观点认为，空头卖家将内里腐烂的东西抖搂出来，会刺激市场，可能还刺激政府去清理那些乱七八糟的东西，免得情况变得更糟。

大卫·埃因霍恩是一位杰出的空头卖家，在命运不济的雷曼兄弟发生内爆之前，他让人们注意到这家华尔街大券商已处在危险的境地。埃因霍恩称空头卖家“实质上相当于证券交易委员会的执法人”。他认为，允许恶人及其“有毒资产”畅通无阻地恣意横行，会伤害投资者。这个观点言之有理。2009 年年末，查诺斯在弗吉尼亚大学发表一次演讲，嘲讽他称为“按幻想模型计价”的做法——有些公司捏造出奇的数学，证明标准的会计处理无法精确地计量它们那一套出色的业务。查诺斯向听众展示一幅漫画，上面有个公司高管对另一高管说：“我们的账本很平衡，50% 的数字真实，50% 的数字是造出来的。”



一只股票遭到大量卖空，未必意味着一家公司在捏造账本，也未必意味着公司管理人员就是骗子。那常常意味着空头卖家认为，投资者已将该公司的股价推升到荒唐的高度。

有时候，一只受到巨量做空的股票也能保持不跌，因为股票就是值这个价。Netflix 公司是一家在线影片租赁提供商，首创通过邮寄向订户递送 DVD 影片的经营模式，长期以来受到空头卖家的攻击。目前该公司的市盈率接近安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然市盈率最高时的水平。一路走来，Netflix 股票经历了数次大幅波动，2008 年，也随市场大势出现了暴跌。自此之后，这只股票重新振作，进入 2011 年表现优秀。这种表现合情合理，因为该公司的营业收入和盈利优于他人。曾有一段时间，空头卖家做空了 Neflix 公司一半的流通股（发行在外股票），然后在 2010 年，空头们持有的卖空仓位降至 1/4。连续不断地做空一只上涨的股票，会给空头们造成职业性危害，他们要把自己的消极观点坚持到底，需要很强的承受能力。

空头卖家如今是一个有力量的群体，其中像查诺斯之类的人执著于做空股票，而且以非常公开的方式做空股票。以前，空头卖家往往在幕后操作。现在，他们获得引人瞩目的关注，很大程度上是因为对冲基金的崛起——对冲基金是一种由机构投资者和富有个人提供资本的投资池，（在最佳状态下）由思路出格的思想者运营管理，他们都力图战胜市场。卖空是一般人所能使用的最出格的投资方式。查诺斯管理的 Kynikos 公司，当然也是一只对冲基金。

普通的个人投资者不具备多少市场知识，实际操作能力有限，也缺乏投资对冲基金所需的资金实力。对于这类人来说，卖空可能是一种很危险的操作，多半会事后懊悔。有些人会刻苦钻研公司财务数字和公司战略，卖空可能会让他们赚到大钱，这是一种很好的增加和保护所持股票的策略。投资者自己不参与卖空，也能从空头卖家的观点中得到益处：可以将空头卖家当做系铃羊来利用。对空头卖家的行动保持警觉，至少可以早早发现异常，在一只股票尚未冲进下水道之前从中撤出。现在已有数只共同基金专门做空大型市场指数，比如标普 500 指数，不过它们往往收取很高的费用，而且主要在市场大跌期间才能产生预想的效果。其他时候，这些基金的表现通常都不尽如人意。

在进行卖空操作时，你的经纪人会为你借入一家公司的股票，然后将之卖出。你卖出这只股票所得款项进入你的账户。你期待着这只股票价格下跌。假定市场作美，朝着你期望的方向运行，你便买回先前借入的股票，这一行动称为“回补”。你卖出股票所得金额与你回补股票所支付的较低金额之间的差额，就是你这次卖空操作赚到的钱。如果股票不幸（对你来说如此）而上涨，那你就遇到麻烦了。一只股票能下跌的程度（再跌也跌不到零以下）在其上涨的潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力面前，简直小巫见大巫。Netflix公司的股票，曾从2010年1月的每股50美元，暴涨至一年后的220美元。

举一个做空的假想例子。假定你怀疑XYZ股票每股50美元是太高了，高在九天之上，定然会回落地面。放眼望去，这只股票的市盈率高得无可匹敌，而其赢利前景又因新的竞争和管理层内讧受到限制。你去找你的经纪人，请求借入1 000股XYZ股票。经纪人找到股票，要求你按股票一半价值交付现金，也就是保证金。你乐意尽责，交付25 000美元。随后，你以50 000美元的价钱卖出借入的股票。果不其然，市场后来擦亮了眼睛，同意你对XYZ公司所持有的恶意立场。股票跳水，惨跌至每股10美元。你神态悠闲地走进经纪人办公场所，仅以10 000美元买回这只股票。你借入的惨遭蹂躏的那只股票又偷偷地回到倒霉的主人手上。你净赚40 000美元。很不错。

倘若造化弄人，股票行情朝另一方向发展，你就成了向隅而泣的那个人，哭诉命运何以如此无常。或许，XYZ公司的竞争对手自己摔了跟头，而XYZ公司的管理层又振作起来，集中心思搞经营管理。在华尔街一片欢呼声中，XYZ股票暴涨，涨至空气稀薄的高度，站上每股100美元。你的经纪人便要你增加保证金，通常要求按原先的基数追加30%。更糟糕的是，你的损失还没有上限。该死的XYZ股票可能会继续像着了魔一样向高空蹿升，它飞得越高，你越是没有能力买回来。对你而言，这是在华尔街做了一场噩梦，经纪人则扮演了弗雷迪·克鲁格（Freddy Krueger）的角色。

职业空头卖家会遵守一些规矩，将损失限制在一定程度上。一个常见的规矩是，如果某只被做空的股票价格上涨，涨幅超过借入股票卖价的25%，便进行回补操作。专业空头卖家往往对小盘股避而远之，这里所谓小盘股，是指市值低于10亿美元、日交易量少于500万股的股票。小盘股易于陷入所谓的轧空境地，若遇到这种情况，你想把这可恶的股票返还原主时，就很难买到手。由于众多空头争先恐后地急于回补，这只股票的价格会像坐了喷气式飞机一样，飞得快，飞得高，这样一来，你遭到的损失更是让你痛如刀绞。

并非所有的卖空操作，都需要将自己的盈利建立在另一投资者（也就是那个持有XYZ股票的笨蛋）的厄运之上。你可以使用卖空操作来对冲你自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合，限制纳税金额。比如说，或许你以每股 20 美元买了一只股票，现在这只股票已急剧飙升至 150 美元，你感到紧张不安。你完全可以卖出股票，实现每股 130 美元的利润。毫无疑问，你需要在那 130 美元上缴纳资本利得税。一个更好的选择可能是卖空你的仓位，保护自己免于遭遇股价下跌。一旦你确信这只股票将保持在高位，这时你便可以回补。

无论你卖空的理由何在，要知道，你一定得密切关注你选中的股票的表现。卖空之后便忘了可不行。此外，要知道，你还得有满腔的胆气、纯粹的胆气。



卖空操作已存在很长时间，常常背负着恶劣的名声。从别人的痛苦中获得利益，在本质上就不是一种会引起同情的做法。但若放宽视野，从理性的角度看，空头卖家并非像表面看来那样是损人利己的食肉动物。资产管理机构 S3 Partners 公司执行合伙人罗伯特·斯隆（Robert Sloan）在其著作《不要指摘空头》中说道："在咱们国家做空石油的人是英雄，因为他希望油价下跌。但做空一家石油公司股票的人，却是恶人，因为他想要这家公司倒霉。"这两种说法表面看上去互相矛盾，而事实可能并非如此。这里无疑可以做一下区分，当然可以区分开来。一位持有能源股票的股东，希望在加油站加油时能少付点油钱，但他也希望自己的财富，包括石油股票上的部分财富，能够增长，而不是缩水。斯隆抱有眼界更宽的观点，认为这只石油股可能理所应当下跌，这种下跌有益于市场健康，虽然短期内不利于个人投资者的投资组合。

空头卖家在人们心目中的邪恶形象最早出现于 17 世纪。当时由于对新世界进行殖民开拓，加上经济普遍发展，全球贸易呈现出扩张态势。通常称为 VOC 公司的荷兰东印度公司强烈抱怨空头卖家。那时的阿姆斯特丹股票交易所是一个蛮荒所在，搞阴谋诡计的人在其间如鱼得水。据历史学家尼尔·弗格森描述，这家股票交易所里满是空头卖家，他们"为了打压 VOC 公司，散播各种负面谣传"。出于报复，荷兰人最后便对卖空操作开始征税。后来，拿破仑曾将卖空定为非法行为，给出的理由是，空头卖家是"国家的敌人"。1812 ~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1858 年，在纽约也有禁止卖空的规定，不过，事实证明这一禁令不可能真正实行。

自美国建国伊始，一直有一种声称代表平民的声音，对从事高端金融（high finance）的人持有鄙视态度，空头卖家被描绘成所有恶人中的最恶者。斯隆在书中说："玩金融游戏对美国有害的观念，几乎与美国自身的历史一样长久。"托马斯·杰斐逊及其追随者公开捍卫简单朴素的农村生活方式，憎恶金融家。杰斐逊是拥有蒙特切罗的大地主，自己的金融状况常常非常糟糕，在他眼里，华尔街的那些大佬们威胁着新生共和国的理想。他认为，所有那些唯利是图的贪财行为看上去都太像英国人的做派。杰斐逊一类人最大的仇敌亚历山大·汉密尔顿却支持创建一个大型银行组织，以治理和利用国家资源。杰斐逊他们声称，金融竞技场受到操纵，只对那些金融财阀有利。20 世纪初，经济混乱发展到危险的程度，这种指责再次出现，21 世纪初又发生同样的情形。指责的人说，在所有操纵金融的人当中，似乎谁也比不上空头卖家狡诈卑鄙，空头卖家是没心没肺的恶魔，为了自己的私人利益，使你的投资组合蒙受巨大损失。

1907 年的市场恐慌让大众对金融系统的信心蒸发一空。国会任命来自路易斯安那州的民主党人阿色涅·普约为负责人，对这次金融危机展开深入调查。此次众议院调查开始没多久，空头卖家便作为罪魁祸首浮出水面。不过，除了言辞激烈地予以批评之外，普约所在的国会，并未对卖空制定取缔或限制法规。以前的卖空禁令并没有收到预期效果，谁也拿不出切实可行的办法，来遏制这种赌博式的行为。飞扬跋扈的 J. P. 摩根在给普约主持的国会调查作证时，声称自己从不做空股票，也不喜欢这种做法。不过，据斯隆在书中描述，摩根补充说，"他不会批评这种操作，因为他看不出有什么办法能加以避免"。

有一个时期，卖空股票看上去在公众心目中至少赢得了一定程度的认可，那是出现在 20 世纪 20 年代股市持续上涨的氛围中。整体市场正热火朝天地上扬，每个人都在赚钱，偶尔有人做空得到了人们的容忍。《华尔街日报》甚至列出为做空股票而借款的利率。

然后便来了 1929 年股市大崩盘和 30 年代大萧条。人们对自己认为的金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操纵，自普约调查1907年金融危机以来，又再次显出杰斐逊式的鄙视态度。约瑟夫·肯尼迪先前作为私酿私售酒商赚了成堆的钱，1929年通过卖空股票又赚进1 500万美元，因此事弄得声名狼藉。随着大众的财富逐渐分崩离析，赫伯特·胡佛总统对卖空大为恼火。他认为卖空是民主党人要的诡计，为的是阻止他成功竞选连任。他深信空头们每周六聚会一次，密谋策划进一步打击下周股市。

国会又启动新的调查，要将1929年金融危机的根源查个水落石出，空头们这次又成了替死鬼。纽约证券交易所总裁理查德·惠特尼，为了答辩华尔街的作为，被传唤至国会山。他维护卖空的做法，让在场听众大为震惊。一位参议员对惠特尼说，他“让国家陷入了有史以来最为深重的恐慌”。这位纽约证券交易所的头儿反驳道：“先生，通过投机，我们是让国家在世界上有了声望。”

这种公然对抗的说辞，可不是那些立法者们想听的东西。在众议院举行的一次听证会上，菲奥雷洛·拉瓜迪亚对惠特尼说，“自1929年以来，我们在领救济面包的队列中，没看到任何空头的身影”。谁也不愿意听惠特尼的回应：是空头卖家通过回补股票，向市场提供流动性，才让1929年的市场得以保持运转。惠特尼徒劳地抗议说，“当股票价格崩溃之时，先前以较高价格卖空股票的人愿意买入股票，对于维持市场，正是起到了帮助作用”。此外，他接着说，1929~1932年的卖空交易量，仅占纽约证券交易所总交易量的5%，因此认为做空交易是极端不义的摧毁市场的力量，简直荒谬透顶。

对空头们的事业来说，不幸的是，惠特尼原来是个不守诚信的人。为了从禁酒令解除的形势中赚钱，惠特尼从一家酿酒公司购入大量股份。这笔投资到头来成了折本生意，身无分文的惠特尼宣布破产。为了满足股票交易上追加保证金的要求，惠特尼挪用了客户和纽约游艇俱乐部的资金（他当时是该俱乐部的财务总监）。1938年，他被投入监狱。

同样在1938年，证券交易委员会实行提价交易规则（uptick rule），禁止一只股票在价格下跌过程中遭到卖空。根据该规则，一只股票可以被卖空的时间，只能出现在该股票上涨，也就是被提价的过程中。这一规则的主要用意，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于阻止空头卖家蜂拥而上，造成“巨量卖空”（bear raid）的恶劣行情——在此种袭击之下，股票会被碾为齑粉。提价交易的规定一直持续至2007年，这一年，证券交易委员会废止该规定，因为一项研究显示，该规定并不能对股票价格产生多少影响。有意思的是，这一规定的废止出现在牛市期间，正是市场运转突然失灵之前。随着华尔街在次年陷入一片混乱，你猜猜谁又得再次扮演那个坏蛋的角色？

证券公司的头头脑脑们很快便伸出指责他人的手。MFS投资管理公司董事长罗伯特·博森，在其撰写的《规模太大便无以拯救?》（*Too Big to Save*?）⊖一书中，收集了那些头头们充满悲情的故事。2008年，摩根士丹利首席执行官麦晋桁给员工写了一个备忘录，说“我们现在正身处一个被恐惧和流言统治的市场之中，空头卖家正在打压我们公司的股票”。雷曼兄弟的当家人迪克·福尔德在国会作证时，悲叹说“市场上流传着毫无根据的谣言，给雷曼兄弟造成了巨大伤害”。他倒是不担心雷曼兄弟背负了太多糟糕透顶的债务证券。美林证券临危受命的首席执行官约翰·塞恩，也指责空头卖家的行动导致了美林股票下滑，不过，据博森发现，卖空交易量与美林股价变动之间没什么关联。

随着雷曼破产倒闭，其他银行业巨头摇摇欲坠，2008年9月，证券交易委员会便暂时宣布卖空金融股为非法行为。一个月以后，该委员会又废止这一临时规定，因为该规定似乎并未带来任何益处。限制卖空的禁令生效之后，金融股虽也出现快速反弹，但之后又跌得更惨，低于禁令实行之前的水平。所以说，或许，只是或许，空头卖家并不应该为这场金融危机承担责任，不应该受到非难。空头们的敌人很不满意。他们当然要声称，不应允许空头卖家恣意吃进一只全面崩溃的股票。2010年年初，证券交易委员会实行新的提价规则，涵盖所有类型的股票。根据这一规则，如果一只股票在某个交易时段已下跌10%，禁止对该股票卖空，除非最新一笔报买价高于前一笔报买价。

如今的空头卖家会兜售虚假谣言，不断打压一只股票而从中得利吗？虽说这种手段属于违法行为，但要证明这一点，非常困难。不过，2010年发布的

⊖ 本书中文版中信出版社已出版，出版书名为《大乱有大治》，本书为了读者更好理解，故仍采用直译的译法。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个学术研究表明，空头卖家极少在暗中操纵。根据这一研究，空头卖家很少先于市场进行卖空交易。北卡罗来纳大学两位教授约瑟夫·恩格尔伯格和亚当·里德做的这一研究显示，一般的空头卖家往往是在新闻事件出现之后做出反应，这很像市场整体的表现。换句话说，空头卖家并没有玩花招，他们若要实施诡计，必得在消息出来之前行动。在导致股价变动的消息出来之前和之后的三周内，卖空交易量和市场整体交易量之间是平行移动的关系。不过，虽然空头卖家可能未先于市场下手，但他们的卖空行动往往既显得大刀阔斧，又显得信心十足。两位教授说，空头卖家与其他很多人相比要胜过一筹，因为他们更善于分析信息，也因此更善于根据信息采取行动。

批评空头卖家的人喜欢拿一种称为“无券放空”（naked shorting）的策略，来对空头卖家展开猛烈抨击——无券放空是一种违法行为。所谓无券放空，就是卖空的股票在卖出时，一开始并未从别人手中借入。换言之，这时便出现了虚假抛售。既然交易是电脑屏幕上一闪而过的数字，不需要交付纸质股票凭证，人们大可以想象这种把戏可能会持续下去。不过，对冲基金经理大卫·埃因霍恩怀疑这种操作少之又少。进进出出的短线交易者，的确有可能成功地实施这样的骗局，因为整个过程很快便结束。但他说，像他那样的长期玩家要是也无券放空，会被发现的。



如今，一流的空头卖家究竟如何开展卖空操作，这是一个很有趣也很有启发意义的话题。在会计上具有灵敏的嗅觉至关重要。能坚持不懈地追查到财务报表中没有出现的信息，同样非常关键。对更广意义上的经济因素有全面的了解，也可能发挥作用。

詹姆斯·查诺斯一生中多数时间都痴迷于股票。他在密尔沃基市长大成人，父亲在当地开了几家连锁干洗店。查诺斯读小学五年级时，爸爸让他开始接触到股票市场。他在耶鲁大学读大一之后转而学习经济学，这是他心之所系的专业。在芝加哥 Gilford Securities 证券公司，他谋得第一份金融行业的工作。他渐渐开始怀疑鲍德温联合公司（Baldwin-United），当时这家保险公司的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场表现强劲。查诺斯看出该保险公司根基不牢。阿肯色州监管部门的有关记录，让他深信这家公司的账务处理问题极大。鲍德温联合公司曾是一家钢琴制造商，查诺斯发现问题时，已成为华尔街的宠儿，为华尔街奏出了欢乐幸福的旋律；该公司通过虚增收购资产的价值，抬高公司股价。它威胁着要将查诺斯告上法庭，指控他诋毁公司名誉。华尔街的券商也和鲍德温联合公司一道中伤查诺斯。1983 年，该公司无力维持快要散架的结构，申请破产。

查诺斯在鲍德温联合公司一事上判断准确，使他成了明星人物。一份第一流的工作邀请随之而来。这位年轻分析师加盟德意志银行纽约分行。不过，在鲍德温联合公司上取得的成功，几乎未让他稳固地保持自己的声誉。20 世纪 80 年代，市场热情高涨，正处于全速发展时期，这意味着空头们的日子很不好过。似乎所有的股票都在上涨。最受追捧的，莫过于德崇证券及其“皇储”迈克尔·米尔肯，他创建的垃圾债券帝国推动了 20 世纪 80 年代公司并购大潮。查诺斯觉察到德崇证券所做的很多交易，像轻质的白塞木一样脆弱，便将那些交易纳入密切的监视之中。

查诺斯深切地体会到，揭人家的短会将自己置于有势力予以反击者的枪口之下。他告诉《纽约》杂志说，20 世纪 80 年代中期，私家侦探总要翻查他在曼哈顿东区联栋房屋外面的垃圾。《华尔街日报》上有篇文章引证说，他是那种狡诈而躲躲闪闪的家伙，散播一些公司的虚假谣言，甚至多次假扮记者。不久，他便发现自己没了工作，于是决定创办 Kynikos 公司。在市场上涨时，没有华尔街大型公司的支持，一个空头的生活是非常恐怖的。虽然他常常是正确的，但这并不重要。

做一个空头卖家，需要有耐心。查诺斯曾有一个攻击目标叫整合资源公司（Integrated Resources），这是一家财务服务公司，在米尔肯提供的垃圾债券融资帮助之下，有了辉煌的发展。该公司专门从事为房地产业提供税收保护的业务，投资者将大量现金交给该公司设立的一些不动产合伙制企业。该公司使用这些资金购买有问题的物业，那些物业都热心助人似的亏损赔钱。所以，投资者可以在其纳税收益上，抵消这些消极的投资损失。然后，1986 年税法发生变更，使避税者无法再玩这种有吸引力的小花招。整合资源公司于 1990 年破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产倒闭，随后不久，德崇证券也灰飞烟灭。查诺斯在五年里一直猛烈批评整合资源公司，直到该公司最终申请破产。

很少有人觉得会计好玩，查诺斯在会计方面却技巧娴熟。他感到一家叫做泰科国际（Tyco International）的大型工业联合公司会有麻烦，因为该公司的账务处理不对头。泰科国际进行了一系列公司收购做东。查诺斯公开指责泰科国际，说该公司对亟欲收购的一些公司会做出安排，让那些公司随着收购日期临近，人为压低业绩数字。泰科国际最终吞并那些公司之后，它们又神奇地开始在财务报告中展示出丰厚的销售利润。泰科国际还使用魔术般的花招，将商誉摊销减至最低程度——商誉是一种无形资产，反映的是一家公司品牌价值之类的会计项目，通常而言，在收购交易完成之后，这种资产的价值必须从盈利中予以扣除。查诺斯声称，泰科国际却将商誉摊销延长至数十年内，不让摊销过多地侵蚀利润。

查诺斯 1999 年开始对泰科国际展开攻击。三年过去之后，他才证明了自己的清白。泰科国际亏损 90 亿美元，这很大程度上也是由于该公司投资了倒霉的光线网络，此类业务因科技股崩盘成了受害者。到这时，市场认识到泰科国际弄巧成拙，试图做力所不及之事，股票价格无情地大幅下跌。2002 年，该公司又沾上另一个污点，随着丹尼斯·科兹洛夫斯基个人越轨使用公司资金的消息传播开来，这位大胆冒进的首席执行官被迫辞职。科兹洛夫斯基把手伸进了公司的钱柜，进了监狱。他最臭名昭著的一次越轨行为，是在意大利撒丁岛上为老婆举办 40 大寿庆生派对。泰科国际为这次耗资 200 万美元的派对支付了一半花费，派对被宣传为公司股东聚会。作为这场古罗马纵欲宴乐式喧闹聚会的一大特色，米开朗基罗作品《大卫》的冰雕摆在会场，以排尿的方式斟出伏特加。



21 世纪头 10 年房地产掀起狂热的上涨风潮，约翰·保尔森（John Paulson）从中嗅到恶臭的香味，而其他人却飘飘然地只闻到自己的财富持续增值的甜美芳香。保尔森大胆地建起空头仓位（实质上是做空房地产市场）他用去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量资金，远远超过多数普通投资者的财力范围。作为实例，这些空头仓位说明宏观经济形势可能会给一个空头卖家提供怎样的帮助，也说明因为做空，要冒着被描述成流氓无赖的风险。

保尔森成功实施了这一壮举，2007 年为他所管理的 Paulson & Co. 公司赚了 150 亿美元。他个人从中获得 40 亿美元的收入。《华尔街日报》的格雷戈里·朱克曼撰写了《有史以来最伟大的交易》（*The Greatest Trade Ever*）一书，这本取名恰当的书按时间顺序，记载了保尔森做空策略史诗般的操作过程。对于保尔森于 2007 年拿到的巨额收入，朱克曼在书中写道，“比 J. K. 罗琳、奥普拉·温弗瑞和老虎·伍兹三人收入加在一起还要多”。朱克曼引用一位嫉妒保尔森的竞争对手 2007 年秋季告诉他的话说：“保尔森这家伙，本来对住房市场或抵押贷款甚至都不熟悉……直到这次交易之前，他都表现一般，没什么特别的。”

保尔森 1994 年创办自己的对冲基金，多年里业绩都不过尔尔。在 2006 年之前的牛市中，与成立时间更短的对冲基金相比，他的基金业绩黯然失色。保尔森的个性是喜欢待在安静的地方，他没有销售员的如簧口才，可以用来筹集资金，安抚不耐烦的投资人。他的专长，是在公司并购交易完成之前参与投资，这种投资策略即使枯燥，也很安全，不过谁也不会佩服。保尔森深感挫折，确信他称为“赌场”的市场不可能一直涨上去，便冒险一试，做空不断攀升的汽车制造商和金融服务提供商的股票——他经过思考，觉得这些股票这时一定是估值过高了。他错了。股票继续攀升，越涨越高。肯定有什么东西很可能要崩盘，可以对之做空，他这样告诉自己的分析师。找出来。

答案来了，一个保尔森差不多为了施恩而雇用的分析师，给出了答案。据朱克曼在书中说，保罗·佩莱格里尼是一个棱角太分明的人，先前在华尔街干得很糟糕，多半因为和保尔森是老朋友，才在保尔森公司某到这份分析师的工作。佩莱格里尼和年龄与自己儿女相仿的年轻分析师一道工作，孜孜不倦地分析数据，发现房屋价格的以往上涨趋势大有问题：自 2001 年以来，排除通货膨胀影响，房价平均每年上涨 7%，而正常水平应是 1.4%。他告诉老板保尔森说，房屋价格必须跌去差不多一半，才能回归到传统的趋势线上。保尔森对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的观点表示信服。

接下来，保尔森和佩莱格里尼为了赌房价下跌，便确定使用一个称为信用违约掉期的方法。这是为抵消债券停止付息的风险而提供的保险。保尔森心无旁骛，完全使用为抵押贷款支持证券提供保险的信用违约掉期。这种保险的费用当时非常低廉，因为很少有人认为房屋所有人会在抵押贷款的支付上出现违约。这类贷款被捆绑在一起，包装成了抵押贷款支持证券。保尔森求爷爷告奶奶，要说服投资人把钱投在他的做空策略上，为此度过了一段辗转难眠的时光。但他咬牙坚持下来，而且时机把握证明是恰到好处。

在此过程中，保尔森与高盛证券建立合作关系，这种结盟后来给高盛带来了头疼不已的大麻烦。保尔森自告奋勇，帮助设立一个特殊目的工具，该工具名叫“算盘”（Abacus 2007 – ACI），专门持有保尔森认为会出现价值下跌的抵押贷款支持证券。他识别出 123 只可疑的抵押贷款支持证券，然后这些证券都塞进了算盘。投资人于 2007 年春季在算盘上建立多头仓位，此时房价似乎还在上涨，但保尔森一边使用信用违约掉期，一边赌房价下跌。算盘本是一种古老的计算工具，计算时需要拨动算珠。当算珠从算盘上滑落，散了一地时，保尔森又大赚了一笔。

在房市崩溃之后无焰焖烧的形势下，证券交易委员会为惩罚高盛证券，对其提起民事欺诈诉讼，声称高盛欺骗了在算盘上建立长仓的客户，让他们相信了算盘是一种坚实可靠的投资工具。证券交易委员会坚称，高盛未告知客户保尔森挑选了那些抵押贷款支持证券，也未告知客户那种投资工具是作为饵雷而设置的。高盛抗辩说，自己因为购买了算盘的股份，也在算盘上赔了钱，这与客户的头寸一样属于长仓。保尔森虽然未受到指控，但遭到了无数批评。2010 年年中，证券交易委员会与高盛达成和解，这家华尔街券商支付 5.5 亿美元，同时勉强承认自己犯了过错，未披露保尔森参与了其事。

在此次和解达成之前某个时候，高盛告诉证券交易委员会说，保尔森在算盘设立的过程中并未起主要作用，因为 2007 年时保尔森几乎算不上什么大腕，是否披露他对算盘的影响似乎并不重要。高盛对政府说，保尔森“不是沃伦·巴菲特，不是赫顿（E. F. Hutton）”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然这种说辞很正确，但保尔森通过大胆行事，做成了一笔盈利惊人的交易，那些杰出的人物恐怕也会心生钦佩。这需要极好的预见能力，也需要巨大的勇气。



绿灯资本（Greenlight Capital）是大卫·埃因霍恩给自己的公司取的名字。他的公司若叫红灯资本也许更为恰当，因为在发现前方危险这一方面，他拥有大师级水平。埃因霍恩早期取得的一次成功，是20世纪90年代末做空餐饮连锁企业 Boston Chicken 公司。埃因霍恩发现，这家出售炸鸡的连锁公司因为开设新的分店，向特许经营人收取管理费，贷出资金，财务报告上的盈利数字非常诱人。但埃因霍恩认定，很多新开出的餐馆赚的钱，不足以支付给母公司所需要的金额。最后，整个企业根据《破产法》第十一章有关条款申请破产保护。后来这家公司在换了新股东之后复活，更名为 Boston Market。

埃因霍恩最得意的时刻，是对雷曼兄弟（一家在华尔街长期享有盛名的券商）做出了正确的预判。这家公司成立于1844年，那时一个名叫亨利·雷曼的德国移民，向亚拉巴马州的棉花种植者提供融资服务。在美国内战期间，该公司曾帮助他人穿过南部联盟的封锁线走私棉花。随着美国内战的结束，该公司搬迁至纽约，帮助过伍尔沃斯低价零售公司（Woolworth）、西尔斯百货和泛美航空（Pan Am.）之类的名牌企业融资。美国运通于20世纪80年代收购雷曼兄弟，但雷曼兄弟被“囚禁”七年之后，在福尔德的领导下要求恢复独立地位。福尔德个性顽强，做过交易员，人称“大猩猩”。他作为雷曼兄弟的首席执行官，引领公司越来越深地卷入次级债和衍生证券的刺激世界。2007年，雷曼兄弟报告盈利40亿美元，表现优异。公司股价上扬。

埃因霍恩对此并未留下什么好印象。2007年年中，他开始做空雷曼兄弟股票。他在投资界召开的一些会议上，大力宣传对雷曼兄弟的怀疑立场，也向媒体鼓吹这方面的观点，他批评雷曼兄弟给自身资产所做的估值方式。他慷慨激昂地怀疑雷曼兄弟没有披露其所持头寸的不安全状态。

2008年4月，即贝尔斯登公司（另一个对高风险的经营模式有着巨大胃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口的证券公司）覆灭一个月之后，埃因霍恩在写给投资者的信中说，“有充分理由质疑雷曼兄弟”对其抵押贷款及相关新潮产品所持头寸“的公允价值计量”。雷曼兄弟持有数量令人担忧的抵押债券，在某个时点曾是其权益资本的37倍之多。在房地产热让人兴奋得忘乎所以的日子里，雷曼兄弟向所有人保证，它有智慧管理好那些抵押债券——这类债券为雷曼兄弟提供了赚取更多利润的能量。对他们来说，太可悲了，因为这种吹嘘后来证明与事实不符。

雷曼兄弟的高管把埃因霍恩的策略描述成“做空股票加歪曲事实”。这位空头卖家讽刺说，该公司完全有理由从积极的角度呈现自己的形象，因为管理层的收入与绩效挂钩。后来据披露，雷曼兄弟粉饰了自己的业绩，手段是通过使用一种称为“回购105”（Repo 105）的交易方式，将500亿美元的抵押债务移出资产负债表。2008年9月，雷曼兄弟崩溃，触发金融危机。雷曼兄弟在19世纪60年代能躲避美国海军的追捕，但在21世纪初却无法回避埃因霍恩。

在古代特洛伊王国，国王的女儿卡珊德拉拥有预言的天赋，但又带着赋予她预言能力的阿波罗的诅咒：任何人都不会相信她的预言。她所预言的一切，都被人当做耳旁风。她曾发出警告说希腊人会采用偷偷摸摸的特洛伊木马战术，听者只是耸肩而已。当代的卡珊德拉，如埃因霍恩和查诺斯，其预言可能不会百分之百准确，然而，他们应该受到关注。

弗兰克·帕里什：转移谴责的人

弗兰克·帕里什是大萧条时代的一位商人，他对空头卖家展开过捍卫公司的经典行动。帕里什作为一个创业家，其创办的机械公司在第一次世界大战之后破产倒闭，经过一番思考，他认为自己可以在能源行业获得成功。他便成立一家天然气管道公司，但该公司在20世纪30年代资金紧张的困难时期遇到了麻烦。他建起美国第二大管道公司，从得克萨斯州的天然气田开始铺设管道，一直延伸至美国中西部。不过，帕里什的管道项目在印第安纳州暂停下来，因为公司无法筹集足够的资本完成这一巨大工程。这家天然气管道公司的股价发生崩盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该如何应对？帕里什从胡佛总统对空头们展开的一系列抵制行动中看到了机会。罗伯特·斯隆在书中描述道："总统指责有人在搞阴谋，这种宣传攻势给公司界的头头们提供了政治保护……他们可借此来指摘空头卖家自身的缺点和捏造谣言的做法。"

帕里什在发给国会空头卖家调查组的一份声明中，为自己的密苏里－堪萨斯管道公司的财务困境和股价下跌开脱责任，说这是巨量做空造成的显失公平的结果。因为20世纪20年代的众多金融丑闻这时已被曝光，所以帕里什赢得同情，获得了一次听证机会。

帕里什对国会说，空头卖家和竞争对手沆瀣一气，挖自己的墙脚。竞争对手发出威胁，如果他不向他们出售天然气储备，便进一步打压公司的股票。帕里什描述了与新泽西标准石油公司一位高管的会面情形，说此人威胁他，如果他不做出让步，他便遭到毁灭的命运。"你感觉怎样?"据说这位标准石油的高管这样问帕里什，这是指对股票已惨跌到那种程度有何感想。帕里什的死敌否认有过这样一次面谈。帕里什对国会立法者们的投诉，看上去为他在华尔街赢得了一些时间，不过，最终他又遭遇另一个困难局面。他的公司于1935年申请破产保护，这一年亏损了3 500万美元。

雪上加霜的是，美国司法部指控他误导了股东；因为他使用寻机性会计花招（creative accounting）处理账务，使公司的资产看起来比实际情况要好得多。在接受审判期间，帕里什故技重施，又将在国会做证词时的那一套搬演了一遍。

竞争对手给他的官司帮了些忙。随着案件的审理，一个案情浮出水面，原来另一家对手 Cities Service 公司曾雇用一名间谍，探查密苏里－堪萨斯管道公司的情况。这名间谍是帕里什公司的一个秘书，此人是否提供了大量有用情报不很清楚。陪审团觉得帕里什吃了空头卖家的苦头，出于同情，宣判他无罪释放。斯隆大为惊讶，帕里什的"伪装显而易见，却没有付出任何代价"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

- 空头卖家是预料股票行情下跌的投资者，对于突显上市公司的弱点，比如安然之类公司的弱点，可以起到有价值的积极作用。以前，空头卖家是谜一样的人物，难以捉摸，因为他们不对外宣扬自己做空的立场。现在，他们是金融投资领域地位突出、不可缺少的一部分，他们的观点常常值得一听。
- 为了做空一只股票，你需要借入这只股票，并立即将其卖出，赌其价格会下跌。如果这只股票的行情果真如你所料，你便以较低的价格将其买回（此所谓“回补”），并返还给其主人，由此产生的差额即你所赚得的利润。卖空股票风险很大，因为有时股票会持续上涨。普通投资者可能不想冒险去做空，不过，对空头卖家的攻击目标给予关注，可能会有助于普通投资者发现应回避哪些股票。
- 并非每一只被大量卖空的股票都是蹩脚货。Netflix 公司长期受到空头卖家的攻击，但源源不断地创造了非常好的业绩。Netflix 公司的股票估值很高，但它公然蔑视空头卖家的悲观立场。
- 职业空头卖家会遵循一些规矩进行自我保护。如果他们卖空的一只股票上涨幅度超过借入时价格的 25%，他们会自认倒霉，“跳伞逃生”，而不是傻等着自己的空头仓位出现进一步恶化的情形。他们会对市值低于 10 亿美元的小盘股避而远之，因为若做空此类股票，出现回补需要时，此类股票与盘子更大的股票相比，可能更难以买回。
- 空头卖家是操纵市场的一类人吗？一项学术研究得出结论认为，空头卖家往往并不先于市场采取行动，这一研究结果削弱了对空头卖家的指责。如果一家上市公司从事大量不法或不诚信的活动，多数空头卖家会先于市场行动。
- 长期以来，空头卖家的名声都不好。17 世纪，当空头卖家最初出现于阿姆斯特丹股票交易所时，不满之声随即四起，抱怨他们为了打压股票，散播谎言。自此之后，各种禁止卖空的尝试均告失败。1907 年、1929 年、2001

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年和2008年，市场发生大崩盘，让空头卖家显得尤为恶毒。

- 最优秀的空头卖家极善于分析公司会计处理，同时也是技巧娴熟的侦探。对经济大趋势拥有良好的判断眼光，对买空操作也会有帮助。詹姆斯·查诺斯是一位备受关注的著名大空头，他拥有优异的做空记录，善于发现估值过高又有问题的公司。他是揭开安然行为可疑面纱的第一人。
- 最近一场金融危机，对于空头卖家可谓天赐良机。约翰·保尔森通过做空房地产市场，个人狂赚40亿美元。大卫·埃因霍恩正确地预测到强大的雷曼兄弟会倒下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TAKING THE BEAST

第11章

棋坛大师

对冲基金和私募股权基金

斯蒂夫·科恩（Steve Cohen）是对冲基金泰斗级人物，在他手下干活可不容易。他管理的赛克资本公司（SAC Capital）的基金经理心里很清楚，他们随时可能被当做肉片穿上烤肉叉。要是哪位基金经理手中管理的资产亏损5%，科恩可能就会解除该经理对余下资产的管理权，凯瑟琳·伯顿和安东尼·埃芬格在《彭博市场》（*Bloomberg Markets*）上共同发表的一篇文章如是说。如果亏损10%，基金经理就被赶出公司。2008年，科恩手下有12位基金经理被炒了鱿鱼，或辞职而去。倘若哪位基金经理或分析师回答问题不合老板的意，科恩很可能会问道："你脑子进水了，到底会不会干事啊？"

尽管有这种令人恐怖的工作氛围，或者说正因为有这种环境，科恩成了一个最优秀的对冲基金运营者。自赛克资本于1992年创办以来，科恩公司仅有一年没赚到钱，那是在2008年，他的旗舰赛克资本国际基金亏损19%，拖了整个公司赢利的后腿。但这只基金亏损的幅度，只有当时标普500指数损失率的一半。第二年，科恩公司大幅反弹，斩获29%的收益率。到2009年年底，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18年来，科恩平均每年赢利30%。

科恩甩着响鞭逼手下人努力干活，这是有理由的：大量的钱处于得失之中。对冲基金是政府监管很少的一类投资池，资本由非常富有的个人和大型机构提供。这种基金之于华尔街，仿佛三角洲部队之于美国陆军。管理金融界这些特别行动部队的人，都力图从石头里榨出血来，他们有这个本领，也狂热地施展这种本领。

对冲基金致力于为投资者提供一种特殊的品质，投资于传统而乏味的共同基金无法享有这种特质带来的益处。对冲基金业现在大约管理着2万亿美元的资产。从多种角度衡量，这类投资池的绩效长期以来均优于标普500指数。跟踪研究该行业的对冲基金研究公司（Hedge Fund Research）发现，整个对冲基金业2008年总体亏损幅度仅为18.3%，接近科恩同年战胜市场的表现。耶鲁大学的罗杰·伊柏森对1995～2009年运营的8 400只对冲基金做了研究，发现平均而言，扣除费率之后，对冲基金创造了正数的阿尔法，言下之意，其中部分收益不能用整体市场的表现来解释。换句话说，对冲基金的管理人赚到了额外的钱，他们不满足于像指数共同基金那样骑在市场身上，自己的表现随市场而定。

对冲基金这个术语有点儿使用不当，这一说法源于大宗商品投资者的操作惯例，他们买入或卖出期货合约，以抵消小麦或其他大宗商品的价格波动。对冲基金业内提及自己时用的行话，叫做“高精尖”（sophisticated），比如说，“我们会提供高精尖交易策略，你在别的地方是找不到的”。他们会以平静的语调，轻轻地向潜在的客户发表这种自吹自擂的说辞。这类基金通常不会满世界嚷嚷，告诉别人正在操作什么，他们也不必这样。他们实施各种各样的策略，有时重仓卖空，有时浅尝衍生证券，有时又纵情玩套利——所谓套利，是指基金经理利用两个不同市场的价差从中获利。买入后长时间持有？那不是他们的风格。

对冲基金对交易有着满腔热情，他们常常交易。2010年5月，股市发生“闪电崩盘”（flash crash），道琼斯工业平均指数五分钟内直线暴跌600点，对冲基金成了最大嫌疑人。最后，事实证明他们并非罪魁祸首，但是……一只传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统型共同基金的操作触发了这场雪崩，对冲基金加入进来，让情况变得更糟。对冲基金的一大标志，是大量使用借入的资金或者说杠杆，意在放大收益。大量使用杠杆也可以让损失大大加重。但是，就像飞行员不喜欢谈论空难一样，对冲基金经理也把损失当做只偶尔发生在他人身上的怪事，认为只有那些不够高精尖的对冲基金才遭遇损失。

除了基金经理据说才华横溢之外，这类投资群体还会送上有些人渴望得到的东西，也就是对爱慕虚荣者颇具吸引力的东西。对冲基金与私人俱乐部有相似之处。在光彩耀眼的聚会上，不甚经意地提及什么引以为豪的投资（比如“斯蒂夫·科恩在为我打理些钱”）会带来特殊的名声。把资金投入对冲基金的人，必须是“经鉴定合格的投资者”，据证券交易委员会的界定，这类人至少得拥有100万美元可投资资金，同时在过去两年里年收入不低于20万美元。投资者交给对冲基金的钱，视各只基金的规定不同，可能锁定1～3年。近年来，有一些新发行的共同基金也力求复制对冲基金的投资收益。这些基金没有财富和收入两方面的入会资格限制。其中有好几只基金采用对冲基金的高端策略，成功地战胜了市场。

对冲基金经理虽然工作辛苦，但收入丰厚。科恩在康涅狄格州的格林尼治，拥有一个占地14英亩、四处伸展的庄园，这是他1998年购入的，花了1 480万美元。庄园里有一个两洞高尔夫球场、一个冰球场、一个篮球场，还有极好的艺术藏品，包括毕加索、凡·高和莫奈的画作。在对冲基金业，标准的报酬安排是所谓的“2+20”，基金经理每年从其管理的总资产中切下2%作为投资管理费，只要赚出利润，又可从中抽取20%。基金经理也会自掏腰包，拿出一部分钱锁定在基金中，所以他们也有做出成绩的积极性。如果一只基金资产价值下跌，基金经理会见不到一个子儿，除非基金资产又涨回先前的水平，这一水平行话叫做“高水位线”。

拥护对冲基金的人说，从最广泛的意义上来看，对冲基金的投资极其精明，极为勇敢坚毅，因此已让市场变得更聪明，也更有效率。此言不虚，不过，每年也有数以百计的对冲基金关门倒闭，追踪对冲基金业整体表现的基准，常常未考虑到已不再运营的基金。这会使平均收益水平显得偏高，此种现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象称为“存活者偏差”。你可能猜想，那些倒下的对冲基金还没做到足够的高精尖。

但对冲基金义正词严地声称，至少他们在金融危机中不是为非作歹者。这种令人生疑的荣誉属于老牌的华尔街券商之类的公司，其中雷曼兄弟非常突出。华尔街另一个传统堡垒高盛证券，在金融危机期间和之后，表现较之同类公司要好得多，因为该公司平常会最大程度地部署典型的对冲策略。对冲基金无疑要使用杠杆，但他们一般情况下会自我约束，将借入资金规模限定在其权益资本的两三倍之内，所以一旦命运转而对他们不利，他们也不那么容易遭遇搁浅。

最优秀的对冲基金，及其“表兄弟”私募股权基金，在投资之前都会检视潜在的投资对象是否有问题，他们精于分析该把钱投向何处。危险在于，他们有时太过聪明，反而于己不利，沿着自己论证的思路，把自己引进了焦油坑。勤勉和智力被正确运用时，常常会收到预期效果，只要不被骄傲自大遮蔽双眼。对冲基金和私募股权基金，无论是其好的方面，还是不好的方面，都能给我们提供很多教益。



私募股权基金管理人投资期限较长，一般在五年以上；而对冲基金领袖人物科恩持有一项投资往往不超过30天。私募股权基金管理人，比如KKR公司(Kohlberg Kravis Roberts)，会买入整个公司，努力提升其赢利能力，同时计划数年后按更好的价格将其出售。私募股权基金管理人也按“2+20”的费率结构，收取管理费和利润提成，不过，计算20%的方式与对冲基金相比，要透明得多。

私募股权基金管理人最终可以在购入一家公司很久之后，从出售这家附属国似的公司所得款项中提取20%。而就对冲基金来说，那20%以基金管理人对资产价值的估测值为基数，从投资利润中直接拿走。有些神秘难解的衍生品，可能谁也拿不准究竟价值几何。普通投资者也能从私募股权基金赚得的钱里尝到一点甜头，就像通过购买那些模仿对冲基金的共同基金份额，可以在对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲基金的世界里获得小小的立足点。平民百姓只能通过购买几只已公开上市的私募股权基金公司股票，在私募股权基金的餐桌边，或者说得实在些，在旁边的儿童桌旁尝到一小杯羹。说来遗憾，这些股票的初期表现都不能令人振奋。

KKR 公司和其他私募股权基金公司相信，他们以其收购公司的行动，也对资本主义制度带来了益处。私募股权基金最初在 20 世纪 80 年代崭露头角的时候，称为杠杆收购（LBO）基金，他们抱有一个核心信念：认为有些公司昏昏欲睡，需要摇醒，应好好地整顿一番。那帮玩杠杆收购的朋友开始动手时，便让美国公司界肥胖的心脏感到了恐惧。操作杠杆收购的人当时以“公司袭击者”而闻名。哈佛大学的迈克尔·杰森（Michael Jensen）1989 年写了一篇广为人知的文章，题为《公众公司界的日食》，从学术角度阐明公司袭击者的作为。他认为，公司股东和管理层在如何部署公司财务资源上意见不一，但聪明的杠杆收购高手能更好地解决这个问题。在杠杆收购君主们看来，他们加在被征服者身上的沉重杠杆，可以起到让管理层保持专注的作用。如果公司高管不通过解雇多余的员工、出售不需要的资产、切除其他脂肪，来对公司实施整顿，那么沉重的利息负担会把他们压垮。

事实证明，往好里说，杠杆收购“兄弟会”的业绩也是参差不齐。芝加哥大学的史蒂文·凯普兰（Steven Kaplan），对私募股权基金有史以来的交易业绩做了研究，他得出结论认为，整体看来，私募股权基金的表现要优于股票市场，不过优势不大。

最为著名的杠杆收购案是争夺雷诺兹－纳贝斯克公司（RJR Nabisco）的巨型收购，KKR 公司凭借出价高于其他渴求成功收购的对手以及胜人一筹的计谋，1988 年赢得这场收购大战的胜利。据《门口的野蛮人》[⊖]（*Barbarians at the Gate*）一书记载，KKR 公司的头儿亨利·克拉维斯无所不用其极，坚决要捕获这家生产烟草和饼干的巨型公司，他深信一旦这家公司成了自己的战利品，可以提升它的价值。雷诺兹－纳贝斯克公司自身也想被人收购，这一点也帮了克拉维斯的忙。热情友善的罗斯·约翰逊是雷诺兹－纳贝斯克公司首席执

⊖ 本书中文版机械工业出版社已出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行官，他把被收购视为对自己的拯救。虽然公司利润在他的任期内有了大幅增长，但公司股票一直如死水一潭。他认为，卖掉公司会让股价上涨，同时也会给自己带来一笔丰厚的进益。

公众公司界的高管与掌管对冲基金和私募股权基金者不属于同一类人。像约翰逊这样的高管之所以坐到这个位置，一定程度上是凭借胜过他人的社会活动能力。他们喜欢同志般亲切友好的交往，与人在一起悠闲地大吃大喝，在阳光灿烂的日子里打打高尔夫。相比之下，对冲基金和私募股权基金那帮人，更加沉默寡言，更为工于心计。他们更喜欢弓着背在那儿研究财务数据，不愿把时间浪费在高尔夫球场上。约翰逊喋喋不休地谈论自己握有出售雷诺兹－纳贝斯克公司的大好机会时，他的律师史蒂文·高德斯通一边心里在想，这位首席执行官也太容易动心了，简直到了幼稚的地步。《门口的野蛮人》引证高德斯通的反应说："天哪，他相信谁都是他的最好朋友。"后来，约翰逊到克拉维斯位于曼哈顿公园大道的豪华公寓，与克拉维斯共进晚餐。克拉维斯"身材矮小、满头银发，是个极为严肃的人"，对于杠杆收购之后，让谁来管理公司，就是不愿给约翰逊一个明确答复。这位首席执行官不久看清楚了，那不会是罗斯·约翰逊。

KKR 公司赢得这场战役，但并未赢得战争。该公司给这家奥利奥牌饼干和骆驼牌卷烟制造商出价太高，用去了太多银行借款。除了收购雷诺兹－纳贝斯克花费 264 亿美元之外，实施杠杆收购的 KKR 公司后来又不得不另外注入 17 亿美元，以防其崩溃倒闭。1992 年，KKR 公司以每股 11.25 美元的价钱，让手中已失去光泽的战利品发行上市。到 KKR 公司卖光手中最后一点股份之时，雷诺兹－纳贝斯克股价仅仅接近 6 美元。KKR 公司在这笔交易中充其量做到了不赚不赔。

卡拉维斯从事私募股权投资数十年，当然也取得了一些引人注目的成功，比如收购保险经纪公司 Willis Group、快餐食品供应商 Wise Foods，以及发动机和涡轮机制造商 MTU Aero Engines 公司——这些公司收购之后，经过改造，后来或者卖给其他收购者，或者通过发行股票卖给了公众投资者。克拉维斯与表兄弟乔治·罗伯茨和同事杰罗米·科尔伯格一道，1976 年离开贝尔斯登创办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了KKR公司。（科尔伯格1987年退出KKR。）

玩具反斗城公司（Toys "R" Us），是杠杆收购获得成功的一个好例子。2005年，KKR公司与贝恩公司（Bain Capital）和沃纳多房地产投资信托公司联手，收购这家困难重重的玩具零售商。沃尔玛和塔吉特之类零售商的低成本竞争，使玩具反斗城连锁公司步履蹒跚。KKR公司以经典的杠杆收购运作手法，像当年美国内战时期谢尔曼将军向亚特兰大进军一样，狡猾地对新收购来的公司全面实施"焦土政策"。KKR公司安排新的经理人员，让他们立即关闭业绩不良的分店，用"婴儿反斗城"的品牌把母公司捆绑得更加紧密，大幅削减成本。玩具反斗城公司气象一新，盈利开始稳健增长。该公司一份内部备忘录将自身价值定为原来收购价的1.5倍，而KKR公司以更高的价格让其实现了首次公开募股。

近来，对冲基金和私募股权基金之间，出现了一些"近亲结婚"的现象。越来越多的私募股权基金投资于对冲基金，寻求对冲基金快速获利的益处；对冲基金受私募股权基金收益更加稳定的吸引，也越来越多地离开主业，参与私募股权投资。像瑟伯勒斯（Cerberus Management）之类的对冲基金运营公司，则选择了加入私募股权公司之列，尽管试图让一家发展停滞的被收购公司业务好转，必然会遇到种种头疼的难题。瑟伯勒斯因为收购克莱斯勒公司而恶名远播，到头来又看着这家公司在破产法庭闹得不亦乐乎、不得不接受联邦政府的救助。

爱德华·兰伯特（Edward Lampert）管理的ESL投资公司一直是一家对冲基金，专门投资零售板块股票，后来收购凯马特和西尔斯百货，变成了西尔斯控股公司。合并后的实体自2006年开始运行以来麻烦不断。尽管西尔斯控股在赢利，但从负债高、竞争激烈的角度看，人们对其前景的疑问很久才消失。"虽然兰伯特长期以来为股东带来了很好的创造财富的记录，但他是金融家，不是零售商，"这是基金研究机构晨星公司的评论。以低价为导向的凯马特，现在有根基深厚的沃尔玛和塔吉特之类非常优秀的竞争对手，而西尔斯百货，要在两个主要领域展开艰苦的竞争，一是服装（在此领域，要面对科尔士百货和彭尼折扣零售公司），一是家居建材（这是家得宝公司和罗威公司占据统治

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地位的领域）。

私募股权基金玩家的运作需要“退出策略”的支持。所谓退出，是指私募股权基金玩家将先前收购的一家公司，卖给一家出于战略考虑正需要予以收购的大型公司，或是卖给另一家私募股权基金，又或者卖给公众投资者。最后一种出售策略不易成功实施，因为股市风云变幻，股票发行时机很难把握。2010年，经济艰难地走向复苏，首次公开募股的发行量很低。私募股权基金公司本来一直在市场新股发行量上仅占有很小的份额，这年却发现自己几乎占了新股发行量的一半——原因很简单，发行上市的公司数量太少。私募股权基金公司筹募单只基金时，每只基金的生命周期大约定为10年。等到基金到期，投资者想要收回资金，若投出去的钱增值了，非常感谢。

因此，做私募股权基金的人有出售公司的压力。这可能是一件碰运气的事情，并不总能保证获得很好的收益。凯雷集团，这家嗜好雇用政治人物（如乔治W. 布什及其父亲、詹姆斯·贝克尔、约翰·梅杰等）的著名私募股权公司，本来已为沃特飞机工业公司申报首次公开募股。后来，随着股市在2010年中再起波澜，凯雷集团便转而将该公司卖给飞机零部件制造商胜利集团(Triumph Group)。倘若首次公开募股有个像样的市场环境，凯雷集团本可以从新股发行中赚到更多的钱。

围绕对冲基金和私募股权基金，还有一个更难回答的问题：从总体上看，它们是否有助于或有害于经济。对冲基金的交易或许更为迅速，更加智慧，但它们那种赚快钱的心态有时可能会捅出篓子。私募股权基金或许能让被收购公司瘦身，使之更具竞争力，但这类交易常常背负太多的债务，因而抵挡不了难免会出现的经济风暴。你无需肩上扛着200磅的大石块，做数英里的长途跋涉，“长期”才显得有意义。



对冲基金之父阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）曾是一名间谍。20世纪20年代初，他从哈佛大学毕业，此后的早期生涯非常复杂，他在长途轮船上干过，采购过出口商品，为一家投资咨询公司做统计分析，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国务院做公务员。1930 年，他被派往柏林担任副领事，亲眼目睹整个德国陷入混乱的局面，看到纳粹的崛起。他离开外交队伍，在欧洲使用多个化名，为苏联从事一系列秘密工作。

短暂的婚姻结束之后，琼斯又漂泊回美国读社会学博士。第二次结婚时，他到内战正酣的西班牙度蜜月，与多罗西·帕克尔和阿尼斯特·海明威混在一起。最终，他慢慢改变了自己的政治主张。

后来，琼斯成了《财富》杂志的记者。作为一名报道工商业的记者，他渐渐相信，传统的股票基本面分析法有缺陷，因为除了其他因素之外，人类情感还对股票市场产生重大影响。这种行为金融的早期理念，是他逐渐形成的多种思想中的一种，要早于学术界的论述。琼斯利用早期生涯中做金融统计师的工作经验，进而创出了多空结合的投资策略，他会买入自己预期将出人意料地快速上涨的价值型股票，做空有缺陷却受华尔街追捧的高价股。为了增加收益，他借入资金，借入量常常仅为自有资金的两倍，没有太大危险。他力图获取阿尔法，也就是获取高于整体市场并且不受整体市场波动影响的收益。

琼斯戏谑地把自己首创的多空投资称为“对冲组合”，用朋友们勉强凑足的 10 万美元做权益资本。后来其他一些资金管理人开始拷贝琼斯的投资策略。1949 年是琼斯合伙投资公司运营的第一年，账面盈利达 17.3%，而标普 500 指数的上涨幅度为 10.5%。为了限制纳税损失，琼斯最先采用从基金利润中扣除 20%，作为基金管理人报酬的做法——那时和现在一样，资本利得与普通收入相比，会以更高的税率纳税。他说自己的想法来自古代腓尼基商人，他们会从远洋贸易中索取 1/5 的利润作为应得报酬。琼斯渐渐成了中等富有的人，在康涅狄格州有一个豪华舒适的家，附带一片草地网球场。

自从早年做过苏联特工之后，琼斯相信保密是一个很聪明的行动策略：竞争对手不知道你在干什么，政府也不会对你太感兴趣，不大去管你。他回避对自己的基金做公开宣传，更愿意小心谨慎地和一个富人一对一私下交谈。在专门讲述对冲基金的精彩至极的《富可敌国》（*More Money Than God*）一书中，塞巴斯蒂安·马拉比把琼斯筹集资本的办法，描述成“口口相传，有时是在晚餐桌上，边吃边谈”。琼斯，这位曾经的情报员，还认识到，先于他人弄到可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据以行动的有用信息，非常有价值。在互联网诞生之前的年代，琼斯手下人会突然跑到证交会，抢来刚刚发布的重要决策信息，好让公司能在消息广为人知之前，根据消息进行交易。

琼斯的良好投资记录，激励很多人跟随他进入了对冲基金的世界。迈克尔·斯坦哈特（Michael Steinhardt）于1967年创办自己的对冲基金，用的也是多空结合的策略，后来，他开始快速调仓换股，以期寻求收益优势，这可说是如今闪电交易的一种早期形式。从匈牙利移民至美国的乔治·索罗斯，在其他人看上海外市场的潜力之前，便转而将投资目光投向海外。琼斯热切地希望得到市场所不知的信息，朱利安·罗伯逊受此启发，花钱请人对一家汽车制造商的新款车型进行测试，看看是否易出故障；果真容易出问题，马拉比在书中说，罗伯逊做空这家汽车制造商，大赚了一笔。

琼斯曾经将“对冲操作”描述成“为了达到保守目的而采取的一种投机性手段。”1989年，他以88岁的高龄去世，此前已有了尽情从事慈善活动的财务自由，不过，他并不以惹人注目的方式做慈善。他成立一个称为逆向和平团（Reverse Peace Corps）的组织，为该组织提供资金支持，一些外国人来美国通过该组织为穷人提供培训。他始终对这一慈善工作保持低调，不想主动让别人注意到自己。在交易生涯中，他刻意不去冒很大的风险，他若愿意，本可能会更加富有。他的后继者，尤其是超级富有的对冲基金玩家，却冒险成性，满腔热情地与风险共舞。



据《福布斯》杂志发布的富豪排行榜，2010年，斯蒂夫·科恩在美国400位最富有的人中名列第32位，身家73亿美元。他的财富净值高于传媒大亨鲁珀特·默多克、苹果公司的头儿史蒂夫·乔布斯和易趣网创始人皮埃尔·欧米迪亚。科恩与对冲基金界另外三个重量级人物一道跻身《福布斯》杂志富豪榜前50名，他们是乔治·索罗斯、约翰·保尔森和詹姆斯·西蒙斯（James Simons）。上此精英榜单的私募股权基金界有两位大玩家：卡尔·伊坎（Carl Icahn）和罗纳德·佩雷尔曼（Ronald Perelman）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与严守秘密的琼斯不同，科恩和其他同类人对于炫耀自己的财富，不会感到有多大的不安。科恩不会把自己的奢侈生活环境局限于仅仅拥有一片草地网球场。他位于康涅狄格州的豪宅，有一个大鱼缸里浮着一只鲨鱼。这只动物张着大嘴，仿佛准备进食，是一只死鲨鱼，用甲醛溶液浸泡，悬在鱼缸中。这是达米恩·赫斯特的艺术作品，他是一位思想新潮的英国艺术家，痴迷于死亡主题，已制作了包括死羊、死奶牛等在内的标本。科恩为买下这件令人厌恶、别具一格（或者对有些人而言，趣味恶俗）的作品，花了800万美元。看上去，他将这件艺术作品视为对金融世界的一种表达，至少是对他自己那部分金融世界的一种表达。

科恩想要所有的人都知道，他富得臭不可闻。他平常对自己的交易策略秘而不宣，但对自己的财富却是大肆张扬。2009年年初，他将自己收藏的一些艺术品拿到纽约的苏富比拍卖行展览，此次展出的作品主要是杰出画家保罗·塞尚和爱德华·蒙克的作品。他热心地向时髦的慈善机构捐款。同为对冲基金明星的保罗·都德·琼斯（Paul Tudor Jones）创办的罗宾胡德基金会，是科恩最喜欢的慈善机构。据伯顿和艾芬格合作撰写的那篇文章说，2008年，科恩向该基金会捐款860万美元。现在他也是该基金会的一名理事。捐款金额更大的一些受益人，包括纽约Presbyterian医院儿童诊疗楼（5 000万美元）和布朗大学（3 000万美元）。

科恩聚敛财富的一个手段，是收取高额投资费，其费率在对冲基金业属于最高的一类。科恩的投资人得支付3%的年费，利润得让科恩削去一半。当然，投资者付出这些代价，可以买到准入权，可以享有赛克资本公司值得赞许的交易记录。倘若科恩拿不出业绩，他也不可能设置如此骇人的准入壁垒。

争议对如此成功又如此一根筋的家伙从不陌生。他和第一任妻子（现在是前妻）的法律斗争激烈而凶狠。2010年年末，赛克资本收到联邦检察院传票，接受一件内幕交易案调查。此次调查围绕科恩以前一位雇员展开，这名雇员后来就职于一家向对冲基金客户提供服务的研究机构。

科恩作为一个制衣商的儿子，通过阅读父亲傍晚带回家的报纸，早早便对市场产生浓厚兴趣。他先是爱读充满统计数据的体育版，后来又偏爱数字同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

繁复的金融版。他对《股市奇才》作者杰克·施瓦格说："我觉得很有趣，那些数字全是价格，而且每天都在变。"

在科恩的少年时代，没有互联网可以看股票实时行情，他便在一家经纪券商那里厮混，学到看股票报价纸带的技巧。他对施瓦格说："你能亲眼看着一只股票逐渐放量，感到它涨得越来越高。"在沃顿商学院读书时，科恩会在课间买卖股票。1978 年，他加入 Gruntal 证券公司做初级交易员，第一天开始工作便大有斩获，净赚 8 000 美元。不久，他常常在一天之内，就能赚到六位数的利润。1985 年，该公司让他掌管自营交易，操作 Gruntal 公司的自有资金，而不是客户的资金。

科恩取得的成功，部分缘自交易直觉，缘自读懂纸带的突出能力。1999 年，科恩手中最大一只基金重仓持有科技股，扣除管理费后，收益率高达 70%。第二年，科恩觉得互联网热已到顶峰，便撤出科技股。2000 年，对市场而言是可怕的一年，而这只基金又增值 72%。2003 年，《商业周刊》试图弄清楚科恩的投资方法，得出结论认为，他一般会寻找拥有良好盈利增长记录的低价股，同时这样的股票，还必须有着持续增长的前景，并且债务水平不高。即便科恩那时每年股票周转率高得让人发憷，达到 260%，但我们知道他对本杰明·格雷厄姆的一些教诲具有鉴赏眼光，也是一件很有意思的事。



虽然对冲基金不是最近一场金融危机的罪魁祸首，但近些年来，对冲基金给投资者造成了数次最为惨烈的重大事故。常言道，任何人都能挂起一块牌子，声称自己是一名对冲基金经理。把钱投入对冲基金的投资者一般认为都富有经验，实际上，他们可能在金融方面并不真有什么敏锐的眼光，只是富有罢了。2005 年，管理两只对冲基金的 Bayout Management 公司几位创始人，在法庭上承认犯有欺诈罪。他们向轻信的投资者出具的投资报告声称利润丰厚，但事实上，这两只基金从未赚到一分钱。

在对冲基金运营者身上，相对于不守诚信，弄巧成拙是更为普遍的一种过失。那些令人尴尬的投资事故，其中有些相当于在拉斯维加斯玩双骰子赌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博，把所有的筹码都押在掷出两个幺点上。如此压注背后的概念框架或许令人眼花缭乱。但这也违背了常识。市场（经验丰富的资金管理人肯·费雪将之称为“威力强大的羞辱者”）往往很不友善，带来的意外会让人震惊得不知所措。

长期资本管理公司（LTCM），由于自己的奇思异想，制造了对冲基金有史以来最大的灾难性事故。罗杰·洛温斯坦著有《天才失灵》（*When Genius Failed*）一书，这本详细描述长期资本管理公司覆灭的精彩著作，其名称非常准确地捕捉到了该公司骄傲自大的个性。长期资本管理公司里的超人们认为，他们找到了打败系统的葵花宝典。约翰·梅利韦瑟原是所罗门兄弟公司债券交易负责人，他和其他几位所罗门同事以及两位著名学者（罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯）创办了长期资本管理公司，他们以创设布莱克－斯科尔斯期权定价模型而闻名。

长期资本管理公司的量化投资策略，是将两只他们认为应该将会沿同一轨迹变动而目前尚未如此的证券进行配对交易，常常是将一只新发行的30年期美国国债与一只6个月前发行的一只债券进行配对交易。新发行的国债通常交易价高于那只老债券。长期资本管理公司认为，在某个时点，它们将会出现价格收敛，于是便做空新券，买入老券。因为两只债券之间的价差非常小，梅利韦瑟那帮人便使用高杠杆率，放大投资收益。有一时，他们借入1 250亿美元，达到权益资本的25倍之多。他们也会使用杠杆，投资于为解决不同类型交易的相互作用而设置的新奇衍生品。银行折服于这群超人大脑里蹦出的奇思妙想，又被极其醉人的贷款盈利前景弄得目眩神迷，都心情愉悦地贷款给长期资本管理公司，要多少，贷多少。

然后，两件十有八九要发生的事，如同炸弹爆炸般发生了。1998年，美国国债与风险更大的债券之间的价差，由于亚洲货币危机的影响变得越来越大。这家对冲基金公司却预测，价差会收窄至更为正常的水平。这并未发生，长期资本管理公司开始亏损。接下来，俄罗斯发生债务违约。惊恐不安的投资者，像市场形势激变期间，通常会都做的那样，争先恐后地躲进美国国债的安全港湾。这意味着，长期资本管理公司指望出现的价差收窄并未出现。该公司被迫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清空头寸，账面损失巨大。到9月份，这帮人手头仅剩下区区4 000万美元自有资本，而肩上却背负了极其沉重的债务，杠杆率已变成250:1。

随着长期资本管理公司在万劫不复的边缘摇摇欲坠，市场和监管者陡生恐惧，惧怕这家对冲基金公司的失败会触发连锁反应，从而摧毁整个世界的金融系统。仿佛为2008年雷曼兄弟崩盘做预演一般，原来长期资本管理公司的投资，与世界上很多规模最大的机构，盘根错节地纠缠在一起。美联储纽约分行出面协调，组织一次救援行动，不过并非像10年后那样动用公共资金，而是让银行和华尔街券商临时组成一个团体实施救援。它们接管长期资本管理公司，救援达到预期效果。数年后，长期资本管理公司解散。

像长期资本管理公司一样，对冲基金阿玛兰斯顾问公司（Amaranth Advisers）的天才们认为，他们拥有世间最为精妙的交易策略模型。他们专门投资于能源市场，取得巨大成功，这使他们壮了胆，开始跨越合理的界限。最初的胜利滋生出过度自信。“阿玛兰斯”在希腊语中是“永不褪色”的意思。他们下注，赌卡特琳娜飓风会摧毁墨西哥湾的能源工业。很不错的预判。天然气价格突然暴涨，该公司的收益随之暴增。2005年，阿玛兰斯公司（在这年有着多达8 000余家同类公司的茫茫对冲基金世界）总资产名列第39位，年底拥有73亿美元资本。不久，这种可心的状态发生了可恶的逆转。

阿玛兰斯公司使用8:1的杠杆率，赌3月天然气期货合约价格，相对于4月合约会涨得更快。他们认为，两只合约的价格均会上行，但它们之间的价差会扩大。一切进展如意，直到2006年9月，天然气存量过剩加剧，给合约价格带来了压力。两只合约开始出现令人恐惧的下跌。阿玛兰斯公司的经理们最终将公司资产清盘。

对冲基金界发生的这些灾难最起码表明，灾难在金融系统内部予以解决了。不需要联邦政府出资救助那些对冲基金。除了长期资本管理公司之外，出了事故的对冲基金都规模不大，可以任其倒闭。然而，这样的问题常常刺激人们呼吁，要对对冲基金界实施更多的监管。

2010年，旨在全面改革华尔街的《多德－弗兰克法案》获得通过。关于对冲基金，该法案规定，所有资产规模超过1.5亿美元的对冲基金，必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须向美国证券交易委员会注册。该法案还规定，投资者可以在证券交易委员会的官方网站上，获取对冲基金投资活动、雇员和纪律约束方面的基本信息。

是否该立法要求对冲基金披露所持仓位，长久以来争论不断——共同基金是生活在这种法律要求之下的。对冲基金经理们声称，即便仓位是在建立一段时间之后披露，他们那些视若生命的投资策略会暴露无遗，人人都能看见，这有点像把自己的作战方案交给了敌人。他们抱怨说，若强制披露仓位，损人利己的投资者便能拼凑出他们在耍什么滑头。对冲基金界最聪明、业绩最佳的人遵循琼斯的先例，宁愿在黑暗的掩护下操作。

除了这些让人关切的问题之外，人们还想知道，这些熟练枪手似的对冲基金，支付极为丰厚的薪酬，它们的诱惑力对社会是否有益。大量才华横溢的年轻人趋之若骛，奔向对冲基金和私募股权基金。倘若他们投向不性感、报酬低的领域，比如科学研究、医疗和工程，情况会怎样呢？倘若托马斯·爱迪生当年与华尔街豪华的金钱圣殿共命运，而不是守在门罗公园一个单调乏味的实验室里，这个世界会有更多福祉吗？



对冲基金的投资有着惊人的收益，普通投资者如何才能加以利用呢？有些对冲基金运营公司也设立共同基金，克隆自己的投资池，资金实力不足百万美元的人可以买到这些基金，而且它们承诺收益率不会与市场有相关关系。

多数这类共同基金存在的时间不长，所以不易找到良好的投资记录。据晨星公司提供的数据，这些基金规定的费率对于共同基金来说非常高，平均而言，年费在2%左右。它们的投资周转很快，这意味着会增加投资者的资本利得税。2009年，对冲基金经理克利福德·艾斯尼斯进入共同基金领域，他旗下的AQR多样化套利基金的投资组合周转率，现在每年为500%。

晨星公司将这些对冲基金似的共同基金，多数列为多空结合一类，因为此类基金遵循的是，阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯的主要投资策略。Quaker Aklos

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对收益策略，是此类基金中资格较老的一只基金，到2010年年底，三年期年收益率为2.7%，远远优于标普500指数下跌3%的表现。2008年，这只基金仅损失3%，是标普500指数损失率的1/12。不过，要注意，这只基金的收益率离斯蒂夫·科恩拿出的收益率差得很远。

好几家私募股权基金公司已成为公众公司，给基金经理带来了很好的结果，不过对股东而言并非如此。史蒂夫·施瓦兹曼（Steve Schwarzman），2007年卖出自己在黑石集团所持股份，赚大钱的时机把握得恰到好处。由于这笔交易，他个人将25亿美元落袋为安。2009年年初，黑石集团股票直线暴跌，从35美元急挫至4美元，然后步履沉重地缓慢攀升，到2011年冬天，才涨至17美元。最初买入黑石集团股票的投资者损失一半。

从对冲基金经理身上可以汲取的更好教训是，像他们那样思考问题：投资要机灵，要守纪律。另外，不要像长期资本管理公司那样，承担太多债务。对冲基金和私募股权基金经理，是金融领域的象棋大师。他们知道，其他人也应该知道，没有人非得做兵卒不可。

约翰·卡索尔的堡垒

约翰·卡索尔（John Castle）虽是私募股权投资界的大明星，但却是一个从小处投资的思想者。他所做的最有名的一次交易，需要通过角力让肯尼迪家族俯首屈服。其他的收购行动大众都知之甚少。作为一个最成功的收购交易人，他使用以价值为导向的投资策略，这个策略最适当的描述是“微型肖像”法。

亨利·克拉维斯收购雷诺兹－纳贝斯科公司，用去数百亿美元，让他去追逐那些大手笔的收购交易吧。卡索尔想收购的公司规模要小得多，你或许从来都没听说过，比如统一马尔特控股公司、联合包装技术公司、ADF钻探流体服务公司。

卡索尔身材高大，五官棱角分明，对华尔街富于刺激的环境漠不关心，他痴迷于研究公司，经过彻底搜寻，发掘出乏味如烟头的公司。私募股权界其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众多人都没有这种偏好，他们为更加光彩夺目的东西所吸引。

1995年的某一天，卡索尔正在匆匆翻阅佛罗里达州房地产广告，突然看到一个好机会。一个破旧失修、面朝大海的大宅在棕榈滩挂牌出售。此处房产在市场上饱受煎熬已有两三年。这座地中海风格的房子建于1923年，没有中央空调，卧室都太小，壁橱没几个，在起居室的中间有一只电梯。像废品堆一样的这处地方，标价700万美元。这个价钱加上修复所需要支出的资金，是太高了，即便是富有的人，也望而生畏。

为何标出天价？因为房屋所有人太爱此处共同遗产，又被家族的名号弄昏了头。这曾是肯尼迪家族夏季消暑的地方，是亚瑟王宫殿般其乐融融的所在。卡索尔与肯尼迪家族讨价还价，最终将价格压至490万美元成交。现在，即使房地产市场发生了崩盘，佛罗里达州遭受的打击尤为严重，这处房产的价值大约也有卡索尔当初买价的六倍。

卡索尔曾在帝杰证券（Donald Lufkin & Jenrette）度过一段很长的职业生涯。这家公司1959年成立时坚信，顶级质量的独立研究在华尔街非常少见，事实将证明是一个强大的立足市场的优势。多年浸泡于帝杰证券研究氛围浓重的环境、担任公司总裁之后，卡索尔和同事里昂纳多·哈伦（Leonard Harlan）1987年离开帝杰，创办属于自己的私募股权基金公司（瑞士信贷银行于2000年购入帝杰证券）。自此之后，卡索尔哈伦公司在收购业务上，赚取了100亿美元以上的利润，年收益率达20%。

卡索尔喜欢说，与他地位相同的那些名人，投资目光太窄，仅专注于数量有限的大型公司，虽然这类公司是显而易见的选择。"《财富》500强公司的营业收入均在30亿美元以上，这使你的选择余地很小，"他这样评论说。无论在哪个时点，卡索尔的羽翼之下总会有10家公司，这都是他和手下人精耕细作，严密审查之后买来的公司。

卡索尔认为，在他偏爱的中等规模范围内，有6万家公司。这给每一位优秀投资者提供了大量自己寻求的东西——投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小 结

- 对冲基金使用一般认为复杂而高级的投资策略，交易股票和其他金融工具，同时大量利用杠杆放大投资收益。关于投资，对冲基金能给我们提供很多教益——勤勉努力、多掌握信息、有时大胆行事，都会带来回报。多数对冲基金能战胜市场，这一成就应能为他们在人们心目中树立起良好形象。2008 年的市场崩溃并非对冲基金的错，平均而言，对冲基金这一年的亏损率为标普 500 指数损失率的一半。
- 对冲基金是政府监管很少的一类投资池，资本由机构和富有的个人提供。为了成为准许进入此类投资池的合格投资者，你必须拥有至少 100 万美元的可投资资产，并且年均收入不低于 20 万美元。基金经理将自己的一部分资金锁定在基金中，因此他们个人也有创造出良好业绩的兴趣。基金经理报酬丰厚，他们按资产值向投资者收取 2% 的年费，按利润收取 20% 的提成。
- 私募股权基金，比如 KKR 公司，是对冲基金的“表兄弟”。私募股权基金收购整个公司，力图使公司业务好转，然后以高于当初收购价的价钱出售公司。研究显示，曾经称为杠杆收购基金的私募股权基金，其交易业绩记录总体而言参差不齐。KKR 公司在收购雷诺兹－纳贝斯克公司的交易上，充其量做到了不赔不赚，而收购玩具反斗城公司则收益颇丰。
- 对冲基金之父阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯曾是苏联一名特工，第二次世界大战之后，创办自己的对冲基金公司。对冲基金很多标志性做法由琼斯首创：多空配合的交易策略、费率结构、严守基金秘密。对冲基金业的偶像级人物，如迈克尔·斯坦哈特、乔治·索罗斯和朱利安·罗伯逊等，追随琼斯的投资风格。
- 对冲基金超级明星斯蒂夫·科恩是美国最富有的人之一。少年时代，他基于观察交易数据，逐渐形成对股价运行趋势的直觉判断能力。他取得了骄人的投资业绩，使他得以采用极高的费率结构。科恩的股票周转率非常高，但有时他也显出对价值型股票的良好鉴赏能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 除了获得深受好评的成功之外，对冲基金界也遭遇了一些重大失败，其中很多是由基金经理的傲慢自大造成的，他们是聪明反被聪明误。最惨重的失败是，长期资本管理公司20世纪90年代的崩溃，因为该公司对债券价差的未来变动押错了方向。随着俄罗斯债务危机的来临，债券价差扩大，压注债券的那只基金开始遭遇危机。该公司使用高杠杆率，使形势更加恶化。长期资本管理公司的经历，是所有投资者均应注意的富有传奇性的警示故事之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 12 章

大众疯狂

行为金融透视

17 世纪，荷兰投资者曾为郁金香发痴发狂。规规矩矩的荷兰市民争相抢购这种脆弱的花卉，仿佛那花瓣中藏着生命和死亡的秘密。单单一支郁金香的价格，就可能与阿姆斯特丹一座房屋的价格相当。郁金香投资热并未给投资者带来什么好结果。花朵枯萎凋零，大量财富烟消云散。如此众多的人投入这场热潮，其中很多人也很精明，他们何以错得如此离谱？查尔斯·麦凯（Charles Mackay）后来于 1841 年在其著作《非同寻常的大众妄想与群体疯狂》（*Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*）中这样写道："人们……思考问题时，具有从众心理。我们一再看到，人们会集体走向疯狂，而恢复理智却要慢得多，是一个接着一个地醒悟过来。"

本杰明·格雷厄姆杜撰的人物市场先生是个易于激动的家伙，会为自己的情感神魂颠倒，其表现说明，非理性行为多么容易出现，而且这些行为与你的最大利益背道而驰。在美国最近一次熊市处于底部的 2009 年 3 月，人们纷纷从股票中奔逃而出，然而此时正是买入股票的绝佳时机，因为便宜的股票比比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皆是。随后出现一波强劲的上扬行情，但许多投资者又过于警惕，待在场外错失了良机。他们在此前股市暴跌中遭到沉重打击。这些心灵受伤的投资者预计将来是过去的翻版，毫无心情再介入让他们受到伤害的股票，以为如此便可以避免再遭痛苦的风险。而这种作为，无视一个长期存在的事实：市场会发生周期性波动——下跌之后最终必有上升尾随而至。

长久以来，金融圈内占优势地位的正统观念认为，投资决策极为理性，理性得让人叹为观止。被广泛信奉的有效市场假说认为，股票价格由可获得的信息决定，言下之意，投资者能冷静地推敲信息，并据以进行交易。有一个支持有效市场假说的经典例子说，如果有一张 20 美元的纸币躺在人行道上，会有人快速将那张纸币抢到手。这是自然而然会发生的理性行为，对吧？因此，我们可以假定，对于任何多余的 20 美元，都会有人猛扑过去捡起来。但是，如果行人因注意空中天气变化而分了心，或者，他们是近视眼没看见，又或者，他们相信一个已传得沸沸扬扬的谣言，说丢在人行道上的纸币有毒不能碰，那又会怎样呢？换句话说，人性的局限可能会阻止人们争抢那 20 美元，虽然那张纸币舒舒服服地躺在水泥地上，笑脸迷人地邀人将它捡起来。

看上去理性的事情，有时可能极具欺骗性。纳西姆·塔勒布在其著作《黑天鹅》中，杜撰了一个关于火鸡的寓言故事。过去的经验教导那只鸟，生活就是享受美好的待遇，而且不出所料。然后，时间来到 11 月的某一天，它发现熟悉的生活模式不可靠了。投资者一次又一次震惊错愕，惊讶地发现自己成了感恩节砧板上的火鸡。

新的研究结果揭示，在行情如阳光明媚的日子里，投资者的交易量会增大，他们会冒更多的风险，因为他们更加乐观。这是聪明的做法吗？令人怀疑。这是人性使然吗？很大程度上是。

以往的金融历史表明，自郁金香投资热至今天，人类的情绪情感和错误想法对投资具有巨大的驱动作用。当人们必须做出与市场有关的决策时，大量与生俱来的反应模式会支配人们的行动。高速公路边一家餐馆门前排着长长的队伍，或许意味着这家餐馆里的食物很棒，对吧？但也可能是因为附近没有其他餐馆开门营业。如果加入排队行列，等到你最终有了一张餐桌，你所期盼的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到头来可能只是糟糕的服务和消化不良。

经济学家特里·伯纳姆（Terry Burnham），给人类大脑活动中掌管情感驱动的非理性白痴部分，取了一个名字叫做“蜥蜴脑”。追根溯源，这种心理活动来自动物的本能反应，人类在久远的过去有这样的心理反应，现在我们在很多方面依然如此。伯纳姆在其所著的《反复无常的市场与蜥蜴脑》（*Mean Markets and Lizard Brains*）一书中，描述20世纪80年代初，Johns Manville公司遭遇和石棉产品有关的集体诉讼时，市场对此产生了非理性反应。投资者脑海里浮现出祖先看到猛扑过来的剑齿虎留下来的记忆，便惊慌失措，纷纷压价抛售这家公司的股票。不过，伯纳姆把这种抛售狂潮看做非理性的过度反应，廉价买入了股票。后来头脑更为清醒的人成了大多数，该股票行情回升，带来丰厚回报。

为了量化分析市场行为，大量基于数学的技术分析应运而生。如果股票碰触一个上限价位便弹回，那么此上限便是“阻力位”，可能会出现多种结果。股票交易的图形模式，据称预示着行情的走向。另有些人认为，依靠数学来预测市场全是胡闹。股价走势图上总有些指标让一些专家用以解释股票当前的行情，那些所谓指标可能本身也有疑问。零股指标便是一个例子。据此指标，交易与小规模投资者（被认为是愚蠢的进出时机极糟的投资者）的买卖方向相反，就是稳赚不赔的策略（零股交易，是指一次下单买卖股票不足100股，小散户喜欢如此操作）。结果表明，零股交易者的业绩记录并不具有可使其行为成为可靠指标的一致性。20世纪80年代，零股交易者只有17天是净买入，而当时市场却在不断上扬。然而，20世纪90年代，零股交易者保持做多的态度，又非常正确。

最好要认识到市场是不可知的。人类的怪癖和激情所形成的洪流会猛烈冲击市场。多年以前，伟大的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯就认识到这一点。他的传记作者罗伯特·斯基德尔斯基在书中写道，凯恩斯“不愿把现实当做祭品，奉献给数学”。凯恩斯自己称经济学是一门“道德科学”。他告诫说，金融世界“涉及动机、预期和心理不确定性。人们应该始终如一地保持警惕，不要把信息当做恒久不变和同质的东西”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 20 世纪上半叶凯恩斯时代以来，出现了一个新的学术领域，解释投资的情感一面。这一学科称为行为金融学，主要探讨一系列应该予以避免的投资错误，而不是提供如何在华尔街发横财的成功秘籍。保持敏锐的头脑，避免不良的投资操作，具有极其重要的价值。一句和体育有关的老话说，赢下比赛的，是犯错最少的运动队。



“行为金融学之父”丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman），很早便通过心理学专业学习认识到，人类无论在理财事务上，还是在其他生活方面，几乎谈不上行为理性。他知道，人们有时会过于相信自己的能力，看见自己愿意看到的东西，构建与现实脱离的模式，让最新经验扭曲对未来的认知，低估真正有价值的东西而高估质量低劣之物，没头没脑地随波逐流。

卡尼曼出生于以色列特拉维夫市，不久之后，身为法国人的父母把他带回巴黎。1940 年，卡尼曼六岁，纳粹德军侵入巴黎。犹太人按要求必须佩戴一枚黄色大卫星，必须遵守傍晚 6:00 开始宵禁的规定。有一回，少年卡尼曼和一位信奉基督教的朋友在外面玩耍，意识到自己玩得晚了。为了不让人看到自己棕色毛衣上绣的大卫星，他将毛衣翻过来穿在身上，然后蹦蹦跳跳地往家走。在一条几近无人的街上，他遇到一个身穿黑色制服的德国党卫军士兵。士兵紧紧盯着这孩子在街上快步走着。他朝这个男孩招招手，然后一把抓住他。“我吓坏了，怕他会注意到毛衣里面的星星，”卡尼曼后来回忆说。

可是，这个德国人并没有伤害他，倒是搂抱着他，给他看一张另一个少年男孩的照片，这男孩大概是德国人的儿子，德国人想念他。德国人给了卡尼曼一些钱，打发他走了。卡尼曼相信，这个小插曲无形中引导自己后来对心理学产生了兴趣，也相信，这件事表明情感在决策中具有强大影响力。“我回家时，比以前更加相信我妈说得对，”卡尼曼这样写道，“她说人是极其复杂的，也是极其有意思的。”那个德国人在犹太人宵禁之后看到一个小男孩在外面街上，又没佩戴大卫星，便自然而然地以为，那男孩像自己的儿子一样不是犹太人，又因为一时感情用事，忘了希特勒党卫军高度重视的职业性怀疑精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着第三帝国开始加强对犹太人的控制，转而将犹太人大批赶进死亡集中营，卡尼曼一家在这场战争的很多时候，都处在躲躲藏藏的可怕处境中。1944年，卡尼曼父亲死于糖尿病。战争结束之后，他和母亲搬到不久便称为以色列的地方。在疯狂的欧洲过着辗转流离的生活，已使卡尼曼备受煎熬，深切体会到行为非理性的强大力量。

卡尼曼后来在耶路撒冷的希伯来大学学习心理学，在加利福尼亚大学伯克利分校拿到心理学博士学位。他在学术上的第一个重大突破出现在20世纪60年代，当时他正在给以色列军方飞行教官教授培训心理学。一位教官质疑他的观点——该观点是从鸽子动机实验中得出的结论，认为惩罚不会达到预期效果。这位教官声称，接受培训的人在被训斥之后会飞得更好，而受表扬的则更差。卡尼曼反驳说，就统计结果而言，这位教官的批评对受训人员的飞行表现不会有影响。无论一个受训者听到教官怒斥还是赞扬，一次飞行表现常常都可能优于或劣于通常水平。用统计学术语来说，这叫均值回归。教官的行为对受训者的表现没有多少因果关系。

在希伯来大学，卡尼曼和另一位心理学教授阿莫斯·特韦尔斯基（Amos Tversky）建立起友谊，特韦尔斯基最初并不同意卡尼曼关于人类天生不理性的观点。特韦尔斯基觉得，涉及评估风险的问题，人类本质上是理性的。结识之后不久，他们在一次著名的午餐上，详细讨论一个理论，该理论涉及人类在做推理判断时如何使用心理捷径（mental shortcuts），而有时心理捷径反而给自己带来了损失。

这种心理捷径称为“判断启发式”（judgmental heuristics），是为节省时间而存在的自动反应。我们的祖先看到泥土中有形状硕大的新鲜爪印，酷似一只大猫留下的痕迹，他们便知道危险已经临近，赶紧跑向洞穴。如今，对投资者来说，这样的心理捷径可能会向两个方向切入。盖瑞·贝斯基和托马斯·季洛维奇在合著的《为何聪明人也会铸成大错》（*Why Smart People Make Big Mistakes*）一书中举例解释说，目前有一种心理捷径，或许会让你本能地因疑虑而避开“像伯纳德·麦道夫那样承诺投资收益”的人（就我们多数人而言，这是一个好结果），但这种心理捷径也可能让你完全回避股票市场（对我们多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人来说，这是一个不太好的结果)。

卡尼曼和特韦尔斯基后来到美国大学执教，在行为心理学领域合作进行了很多富有开创性的研究。卡尼曼最后落脚普林斯顿大学，现在是该大学一名荣誉退休教授，特韦尔斯基则就职于斯坦福大学（1996年死于癌症）。另一个对卡尼曼有影响的人物，是经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler），他扩展了这位心理学家的经济学知识。塞勒在自己的著作中添进大量趣闻逸事，以说明反常的金融行为，比如这样一个故事：某人拥有一瓶昂贵的葡萄酒，如果瓶子破损，他既不愿以200美元的价钱卖掉这瓶酒，也不愿支付100美元来换掉它。卡尼曼说自己从未修过一门经济学课程。但他后来却在2002年荣获诺贝尔经济学奖，因为他提出了“前景理论”，该理论解释人们如何权衡潜在损失和潜在收益。

关于心理捷径的缺陷，卡尼曼和特韦尔斯基做过一个最知名的实验，叫做“琳达问题”。该实验是20世纪70年代末，就一个以琳达为名的假想女士的有关情况，向实验对象做出的。实验对象被告知：琳达31岁，单身，非常聪慧，心直口快；她关心社会歧视和社会公正问题；参加过反核示威游行。然后，实验对象被要求做一个评估，按最可能到最不可能的顺序，说出关于琳达的一系列不同陈述合乎事实的可能性。其中有下面两个陈述，你认为哪个判断比另一个被判断更有可能？

琳达是银行出纳员。

琳达是银行出纳员，她积极参与女权运动。

超过80%的实验对象判断，第二个陈述的可能性要高于第一个。然而，银行出纳员的人口数肯定大于既是银行出纳员又积极参与女权运动的人口数。看来，琳达是女性、心直口快、有人权思想、参加示威抗议活动的信息，足以让人们的推断发生偏离。该实验中受试人群，基于对琳达的有限了解，形成错误的思考方式。

由于卡尼曼所做的研究工作，行为经济学领域现在成了一个欣欣向荣的学科。在奥巴马政府中，有好几位重要人物是这一领域的爱好者：卡斯·森斯坦（Cass Sunstein）是白宫的政府监管顾问，与塞勒合著《轻轻一推》（*Nudge*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一书；杰夫·利布曼（Jeff Liebman）是管理和预算局的高级官员；奥斯坦·古尔斯比（Austan Goolsbee）是经济顾问委员会主席。

大衰退期间的股市灾难性下跌再一次教育公众，市场并不总是一个温和而理性的地方。对非理性心理有所了解，能使你通过警惕自己心中的陷阱，成为一个更好的投资者。



有个心理陷阱和怎样给钱分类有关。无论钱放在哪里，数量相同的钱本应是等值的。你赌足球赛赢得的500美元，与你从银行自动取款机上取出的500美元价值相同。但人们并不将这两笔钱视为完全等同。塞勒想出一个称为“心理会计”（mental accounting）的概念，其内涵是，人们会把钱放入不同的概念篮子里，并且区别对待。从赌球赛中赢得的那笔意外之财，其价值常常被看做低于那笔取自活期账户里通过工作挣来的钱。你很可能觉得有权把那笔赌球赢得的钱，挥霍在随便什么事情上，但对于如何花费取自自动取款机上的钱，你却要盘算再三。

同样，如果你用信用卡支付200美元的餐费，那感觉便没有从自己钱包里掏出簇新的200美元纸币来得沉重。问题是，用信用卡付款会支付利息，如果你一年内不还清信用卡借款，利息率可能会高达18%。很多人即使在别处有足够资金，可用以即时还清酸性的信用卡欠款，也保留着大额信用卡余额。同样道理，数年前，很多人使用沉重的抵押贷款，购买事实上无力支付的房屋。因为他们不必拿出多少现款，最初也只需支付很少的利息。沉重的抵押大款对他们来说并不是“真正的”钱。当然，随后出现的房市崩盘，让很多房屋没在了水下——抵押贷款的金额已高于房屋价值缩水后的房价，直到今日，由此造成的一系列灾难性后果仍然混乱地存在于全美各地。

社会已通过立法设立一些保护措施，以便对抗邪恶的心理会计，但保护措施并不多。其中一个措施，是从工资单上扣除一部分薪资作为退休后养老储备。如果雇员必须通过手工操作，每月从工资中转移一部分钱到401(k)退休金账户，那么进入这类账户的钱便会少得多。2006年，为了推动雇员储蓄，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的有关法案使雇主能更容易地让雇员参加退休金计划。以前，你得自己花时间选择参加退休金计划。现在，很多人被自动加入计划，要选择退出401(k)退休金账户，必须得付出些精力。这一变化已促使401(k)参与人数上升。

“可获得性偏差”（availability bias）是一个与此类似的问题。由于存在这种心理倾向，人们会使用最近便的信息，通过心理捷径，做出与钱有关的决策。考虑购买一只股票时，你或许只是简单地看一看股价，如果看上去不太贵，可能就买下了。然而，这只股票的价格可能已处在高位，并且不能为其基本面因素所支撑，因此有崩盘的危险。2009年年初，市场直线暴跌时，很多投资者急忙撤出股市，因为他们眼中所见的，只是股价在下跌。经验丰富的投资者知道，这正是一次入市机会。

贝斯基讲过一位资金管理人的故事。1987年黑色星期一股市大崩盘后，这位资金管理人接到158位客户电话，差不多客户名单上所有的人都给他打来电话。当然，其中156位客户要他卖出股票。另外两位客户却要他买入股票。这两位客户，资金管理人说，都已年过80。在股市发生大溃败之后，为何这两位客户要他吃进股票呢？资金管理人说：“因为他们以前见过这种阵势。”

卡尼曼和特韦尔斯基的研究显示，人们因为对事物发生的可能性无知，又因为愿意做出错误的联系，而受到很大伤害。两位学者把这种现象叫做“忽视基础概率”（neglecting the base rate）。比方说，你抛掷一枚硬币30次，其中25次正面朝上。那么，第31次抛硬币后正面朝上的可能性是多大？很多人会推断说，正面朝上会接二连三地出现。但正面朝上的可能性实际上是五五开，下一次很可能抛出反面朝上。轮盘赌玩家永远在寻找热门数字。多数时候，他们都押错了注。正因为如此，赌场才能赚钱。

在选择一只共同基金时，同样的错误思维模式也会出现。虽然这只基金五年来回报率很棒，但没有任何神秘力量可以保证，第六年它还是一个赢家。在大宗商品交易者当中，无论是专业的还是业余的，大约只有1/4会赚钱。然而，余下的3/4会持续尝试，盼望能够大获成功。20世纪70年代，希拉里·克林顿作为一个强有力的政治家的妻子，在牛匹期货上狂赚了一笔，此事后来披露出来，到处充斥着交易受到操纵的谣传。她很可能就是运气特别好。多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人不会遇到好运气。

保险行业之所以获得利润，靠的正是人们对事物可能性的无知。航空险实际上没有购买的理由。你还可能购买针对具体医疗情况比如癌症的保单。实际上，你已有的保险，很可能足以应付飞机失事和医疗问题。很多保单持有人回避有高额抵扣的保单，因为如果必须申报索赔，他们不想从口袋里掏出大额费用。但他们的保费会比应有的金额要大得多，而在长时间里，保单持有人因为同意数额更大的抵扣，常常财务境遇会更好。



一个潜藏最深的危险陷阱叫做“锚定效应”（anchoring）。所谓锚定效应，是指你纠缠于很大一部分旧有信息，用以作为衡量其他事项的标准。遗憾的是，这一部分信息像一只沉入水底的锚一样，固定在你的内心深处，在你判断一项投资或其他行动时，很可能会产生误导作用，这些信息甚至很可能与你要做的判断毫不相关。

比如，你手中持有的一只股票已经下跌，你对自己说，如果这只股票能勉力爬升至当初买入的价位，你便脱手卖出。但是，你当初的买入价，对于你做出抛售的决策，并非最佳参考信息。这只股票的内在价值及其公司前景，才是远为重要的考虑因素。或许，你是以每股 10 美元的价钱将股票买入，而其内在价值是每股 15 美元，目前的交易价是 5 美元。要承认你当初是图便宜，才买入这只股票。如果股票价值被低估，以更加便宜的 5 美元将其卖出，便是不明智之举。股票爬升至 10 美元便卖出，也是不明智的做法。最好是忍一忍，等待市场最终回过神来，对这只股票做出正确的定价。

在股票投资领域之外，锚定效应也可能在你买入其他东西时，扰乱你的价格判断。据经济学家尤里·西蒙森（Uri Simonsohn）和乔治·洛温斯坦（George Loewenstein）所做的一个研究，锚定效应在房地产领域非常明显。他们的主要研究结果表明：人们从一处更高档的地方搬迁至一处不那么高档的地方，支付的租金或新购房价会高于新居住地通行的租金或房价水平，因此常常会租入或购入不需要的更大房屋，或者超出自己的财力，租入或购入更大房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

屋。相比之下，人们从租金或房价较低的地区迁至新的富裕地区，会花费更少的钱。

锚定效应可能让人看不清新的信息，而新的信息可能正需要用来引导人们做出明智的投资判断。我们拿电脑制造商戴尔公司为例。曾几何时，该公司在个人电脑领域是一个占据统治地位的玩家。后来，戴尔公司遭遇激烈竞争，始终未能振作精神对自身做出革新，以重返技术行业冠军级的公司地位，而与此同时，苹果公司却拿出 iPod、iPhone 和 iPad 等创新产品重回巅峰。由于戴尔公司的营业收入和盈利令人失望，2005 年左右，戴尔股票开始下跌，而此时经济却正处于蓬勃发展的阶段。

然而，有些投资者从未醒悟到戴尔公司已身处困境。或许这些投资者满怀深情地记着该公司创始人迈克尔·戴尔的迷人经历：他如何在得克萨斯大学的学生宿舍，为其他学生的电脑做升级换代，从此开始起步，表现出超常的商业胆魄以及对市场令人钦佩的了解。更重要的是，这些投资者能回想起，他接下来如何对技术产品零售带来革命性创新，直接通过互联网销售定制电脑，因此无须维持成本高而侵蚀盈利的零售店。晨星公司分析师保罗·拉尔森（Paul Larson）惊叹，很多投资者念念不忘戴尔公司以前的辉煌形象，从未明白该公司的“优势已经走到了尽头。看清这一转变并采取适当行动的投资者，日子要比对该公司抱有过时看法的投资者好过得多”。

与锚定效应并存的心理陷阱是“确认偏见”（confirmation bias），这也是一种心理倾向：你往往接纳那些支持你观点的证据，无视或轻视不支持你观点的证据。多伦多大学的迈克尔·梅泽尔（Michael Metzger）举例解释说：“如果我们听闻某国人对外国游客粗鲁无礼，我们到该国时，便可能会寻找证据以确认这种信念，同时忽略我们所经历的一切相反感受。”你会记得某个男侍应生目中无人的态度，回国后对朋友们说及此人，假装忘了某个热心的宾馆服务员、友好的小店主、给你指出地铁站方向的乐于助人的行人。

2007 年，迷恋戴尔先生的人可能会欢欣鼓舞，因为在这一年迈克尔·戴尔重新担任戴尔公司的首席执行官——三年前，戴尔先生为发挥董事长更具远见的作用，放弃首席执行官的位置，让自己的二号人物凯文·罗林斯（Kevin

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Rollins）负起公司运营控制的责任。这位创始人为给公司解围，已将罗林斯撞到一边的消息传来，疲弱不振的戴尔股票出现一段复兴行情。

遗憾的是，相信戴尔先生的投资者，无法绕开了不起的迈克尔·戴尔神奇复出的障碍，无法忘记他过去的高超能力。那些投资者不想看到，戴尔公司的竞争对手惠普，在客户服务和计算机咨询业务上远胜一筹，他们也不想看到，苹果公司用酷酷的新产品，已偷偷抢占了巨大先机。果然，戴尔股票第二次蜜月之行仅仅持续了几个月。戴尔公司经营业绩恶化，使戴尔股票再度疲弱不堪。在2009年3月股市跌入底部之后一年里，戴尔股票未能随其他多数股票一道强劲反弹，尽管走在惠普的前头，但苹果上涨幅度超出戴尔一倍。



投资者因为具有塞勒所称的“沉没成本”谬见（“sunk cost” fallacy），常常把自己的投资弄得一团糟。如果某人花了好大一笔钱，买来一张音乐会入场券，但外面正是暴风雪肆虐的天气，此人与免费得到入场券的人比起来，远有可能不畏狂风暴雪去参加音乐会。虽然买票的钱已花了出去，变成沉没成本，但花钱买票的人思索一番，想想应该不要白白浪费了花出去的钞票，即使冒着风险，可能因受伤或死亡而付出身体上和经济上的代价，也要毅然前行。哈尔·阿基斯（Hal Arkis）和凯瑟琳·布鲁默（Catherine Bloomer），对俄亥俄大学常去看戏的人做了一个研究。研究显示，拿到折扣戏票的戏迷到戏院看戏的可能性，远远低于支付全价的戏迷。买全价戏票的戏迷，其头脑中扰人正常思维的“小妖精”，会坚持认为戏迷不能挥霍浪费，即使戏剧评论都说这个戏臭不可闻，也要去看一看。

“损失厌恶”的心理倾向（loss aversion）同样也会暗中作恶。人们讨厌损失的程度甚于享有收益的程度。事实上，研究表明，人们惧怕损失的程度，可能两倍于垂涎收益的程度。在卡尼曼做过的一个实验中，卡尼曼给实验对象一个选择，让他们决定是否愿意根据抛硬币来赌博。如果输了，你得付出五美元。要是赢了，你可以赢得更多的钱。但是，卡尼曼然后问道：赢得的钱必须达到多少，才能吸引你玩一把？平均答案是10美元。因此可以说，实验对象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持要求赢得的钱两倍于潜在损失，才肯去冒险一试。

这种损失厌恶的心理倾向，会在投资上导致有问题的操作，比如，抱牢亏钱的股票（当然总有一天会涨回来）时间太长，卖出赚钱的股票（在行情转坏之前快速卖出）又过早。布拉德 M. 巴布尔（加利福尼亚大学戴维斯分校）和特兰斯·奥迪恩（加利福尼亚大学伯克利分校），对 1987～1993 年的 10 000 个交易账户做了一个大型研究。他们想研究投资者卖掉赚钱股票的可能性，在多大程度上高于卖掉赔钱的股票——并研究由此产生的投资结果。他们发现前者的可能性远远大于后者，这种倾向在长期里会妨碍财富的积累。投资者或许将大部分资金投资于一般认为安全的债券，甚至投放在回报率低的货币市场基金上（不理睬通胀可能让投资者遭受重创的“眼不见心不烦”的威胁）。但他们卖出的股票在接下来的 12 个月里，以 3.4 个百分点的优势，跑赢了他们保留在手中的股票。这些投资者所做的投资决策，与他们本应该做的正好相反。由于恐慌，投资者会在差得不能再差的时候逃离股票，也不管股票是赚钱还是赔钱。而一旦市场再度上涨，他们却不太愿意回过头来买入股票。这次上涨可能是个障眼法，在很长很长的时间里，所有股票都将是输家。

与这种倾向并存的，是“禀赋效应”（endowment effect）。根据禀赋效应，你看待某个属于你的东西，会觉得其价值远远高于属于别人的东西。塞勒曾随机将一些咖啡杯分送给康奈尔大学的学生；同样的咖啡杯在康奈尔校园里，以每只新杯 6 美元的价钱可以买到。有些学生分到塞勒送的杯子，有些学生没有分到。所有学生都得仔细查看分送出去的咖啡杯。然后，塞勒问未拥有咖啡杯的学生，他们愿以什么样的价格买一只，又问拥有咖啡杯的学生愿以什么样的价格卖出。拥有杯子的学生不愿卖出价低于 5.25 美元，而未拥有杯子的学生不愿出价高于 2.75 美元。显然，拥有咖啡杯的学生对其杯子的估值，两倍于潜在买家对他人手中杯子的估值。

禀赋效应在房屋定价中会产生作用。有些房屋卖主让房地产经纪人头疼不已，因为那些卖主相信，自己宫殿般的房子价值远远高于市场房价。即使很多雇主公司在员工拿出部分工资参加 401(k) 计划时，通常会出同样数额的资金予以匹配，不参加此类退休金计划的员工似乎对公司免费给予的钱也并不在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎。有些员工或许对公司的此项政策不够了解，有些员工或许无力拿出部分工资参加计划，但很多员工之所以不参与，原因只是在于，他们认为自己银行账户中的现钱，价值要高于为遥远的未来而积攒的钱。贝尔斯基和吉尔洛维奇指出，零售商会利用保证退款试用期内存在的禀赋效应来销售商品。纯平电视机一旦给顾客的娱乐室增添了光彩，便成为顾客房屋的一部分，顾客在心理上很难舍得将电视机退回给零售商。



人类的记忆不长久。投资者在做投资决策时，极少利用历史来为决策做参考。基金经理威廉·斯米德（William Smead）声称，投资者仅能记起过去两年的事情，他感叹说，“正是‘你近期为我做了什么’这种经典思考模式”影响着人们的思考。

2009 年 3 月，美洲银行的股票以每股 3 美元左右的价格交易，市场如此定价，仿佛美洲银行即将破产。前一年，美洲银行还受到广泛称赞，被誉为能创造丰厚盈利的金融业巨头，股票交易价为每股 45 美元。金融危机引发回爆，数十亿美元亏损，股利急剧削减，与备受打击的美林证券合并带来重重困难，投资者未被告知美林实际状况信息的指责激起公众愤然抗议——所有这一切导致美洲银行的股票连连惨跌。关于美洲银行麻烦无数的新闻，持续不断地出现在电视和互联网上。很少有人特别注意美洲银行的内在实力，比如广布美国的分支行网络和全球化经营。在 3 美元左右的低位过去一年之后，美洲银行的股票涨至 20 美元。投资者倘若在美洲银行消息面最令人沮丧的时候，买入该银行的股票，便会享受到差不多 6 倍的回报。

行为金融学家把这种现象（对最新发生的事件看得重于以往事件的现象）叫做“近期偏见”（recency）。贝斯基在书中提到，1987 年两位老年投资者要经纪人买入股票，那是因为他们知道市场崩盘之后的结果，与这两位投资者不同，多数投资者会受“此时此地”的影响。他们以当前的趋势推断未来，把证明市场回归中值的证据抛掷一旁。他们会轻易接受“这次可不同”之类的虚假说法。这种说法几乎从不符合事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近期消息的广泛传播，并不只是影响常常被讥为金融世界大傻瓜的个人投资者。2009 年 3 月，就在市场跌至最低点之后，恐惧仍然占据着人们的内心，美联储费城分行经过审慎思考做出预测，认为到年底经济增长率将仅为 1%。可是最后，实际增长率是那个数字的 5 倍。股票市场长时间牛市或房地产市场持续上涨，让人们确信极好的日子可以永远过下去。令人痛苦的股市暴跌和房市崩盘，又使人们怀有过于严重的戒心。正因为如此，2009 年 3 月股市跌入低谷之后，在出现强劲的反弹行情期间，投资者仍然从共同基金中撤出股票投资，放入当时看上去更加安全的债券型基金。

据杰森·茨威格在其著作《你的钱财与你的大脑》（*Your Money and Your Brain*）中的叙述，1999 年 12 月，即股市连续上涨 5 年之后，接受调查的投资者认为，在未来一年里，股市将带来 18.4% 的回报率。事实与此相反，股市崩溃了。然后，经过三年下跌，股市在 2002 年末达到最低点。小心谨慎的投资者，因为几年来受到一定的灼伤，预测 2003 年股市将上涨 6.3%。他们又错了：股票飙升了 1/3。茨威格评论道："投资者依赖近期市场经历对未来做出判断，致使他们预测的未来正是后视镜中的未来。"



人类是群居动物。在史前时代，人类结帮搭伙，为的是安全需要，也为获得群体劳作的优势。人类最先是在狩猎和采集野果中联手合作，后来，人类共同耕田种地，建设乡镇。几乎可以确定无疑的现实，过去是，现在是，将来仍将是，人手多了，工作量总会更轻。其中还有一部分现实：随顺习俗也变成一种强大的力量，一个群体认同的标志。在红极一时的电视喜剧片《现代家庭》中，杰伊的继子曼尼来自南非，打算第一天到美国新学校上学时，穿自己祖国的民族服装，并戴上墨西哥阔边毡帽。杰伊劝告男孩说，这个想法不好，为避免被人嘲笑，他应该像同学们那样穿戴。

总体上讲，遵从群体准则对社会有积极的正面作用。哲学家约翰·洛克称这是社会契约。群体准则教导我们，暴力不是回应挫折的适当方式，我们不应该疾驰而过穿红灯，拒绝洗澡不好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠于群体思维有时可能产生恶劣后果，失去控制的趋势可能毁了你的未来，在投资这一方面，尤其如此。2010年夏季，你去看电影《钢铁侠2》（人人都去看），2000年年初，你买入网络股（人人如此），这两个行为之间却有着巨大差异。随大流的从众行为就是查尔斯·麦凯所谓的“群体疯狂”。如果村里每个人都认为，住在那条小路尽头的古怪老女人是巫婆，她很快便要坐在火堆上受烤刑。如果村里每个人都想投资于Pets. com网上宠物食品店，无可避免的结果必将令人恐惧：随处皆是这种网上商店。村里人都会比以前穷困得多。

热门股票和热门共同基金，最初受到欢迎是因为那些股票和基金带来了非常好的回报，然后进入第二个阶段，它们受到更多人的追捧，这是因为激动兴奋的情绪在人群中散布开来。像这样流行一时的狂热毁了买入后应长期持有的传统理财建议。1970年，一只基金的平均持仓期为16年，而近来是4年。茨威格在书中叙述了一个关于Firsthand技术股价值型基金的警示性故事。20世纪90年代末，这只基金由于取得了辉煌业绩，比如1999年回报率高达190%，便轻易从投资者身上吸引来大量资金。然后报应来了。境遇最糟的是1999年和2000年蜂拥而入Firsthand基金的倒霉傻瓜，他们正是在这只基金连创佳绩的末期参与进来。自科技股2000年年初冲上最高峰至10年后，标普500指数平均每年损失仅为1%的一小部分，纳斯达克综合指数（科技股的一个基准指数）平均每年下跌5.6%，而Firsthand基金却平均每年跌去令人痛心的12.3%。

消息面会驱赶人群采取行动。心理学家保罗·安德里森（Paul Andreassen）曾做过一个实验，以验证一个传统格言：关于股票，你知道的信息越多，你交易股票的成果便越好。安德里森将实验对象分成两个投资小组，对真实股票进行模拟交易。一个小组不断得到关于股票的真实信息，另一小组被蒙在鼓里，全然不知股票的任何新情况。结果，了解情况更多的那个小组交易业绩却较差，这主要是因为，他们一边徒劳地追逐最新信息，一边更加积极地交易。

很少有人认为，自己在盲目地随大流，或者在犯着某种愚蠢的错误。为什么会这样？因为人们对自己的能力过于自信。在1981年对骑摩托车者进行的一次民意调查中，瑞典学者欧拉·斯文森（Ola Svenson）发现，90%的人将自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的驾车技术列为高于平均水平的一类。这是统计中不可能出现的事情。不像电视节目中虚拟小镇沃比根湖中（Lake Wobegon）那样，不可能所有的孩子都是中资以上的水平。自我强大和自信十足有好的一面：这会激励人们去开办新的工商企业，创造出新的发明，探索医学奥秘等等。然而，自我强大和信心十足也有不好的一面。

不好的一面是，有些人尤其是投资者，觉得自己知道的比实际掌握的更多，因此会为自己的这种幻想付出惨重代价。贝斯基和季洛维奇嘲笑一些出售房屋的人，他们为了省去房产经纪人要收取的6%佣金，自己直接处理房屋出售事务。结果常常是让人非常痛苦，这些自己直接卖房的人到头来成了可引以为训者，因为他们不了解市场，对房子出价过高，又缺乏与房屋销售有关的熟人。他们倒是省下了佣金，但费力地卖掉房子，所得款项还不如经纪人为他们搞定的多。

同样不利的是，自我膨胀的投资者往往不会从自身错误中汲取教训。据哈佛大学心理学家艾伦·朗格尔（Ellen Langer）说，人们看待自己的成功，常常将其视为自身能力带来的结果，而对于失败，却归因于运气不好或其他无法控制的因素。她把这种现象叫做“正面朝上，是我赢来的；反面朝上，运气如此”。20世纪70年代初，巴拉克·费什霍夫（Baruch Fischhoff，现在执教于卡内基－梅隆大学）让学生预测，理查德·尼克松即将出访中国，在访问期间会发生什么事。尼克松访问结束后，很多学生回想自己的预测时都改变了说法，他们这样做是为了让自己显得更聪明。

女性投资者，要是听说男性投资者因为过度自信，更应该感到内疚，恐怕不会太惊讶。巴布尔和奥迪恩于2001年发表一篇论文，题为《男人到底还是男人：性别、过度自信和普通股投资》。两位学者调查35 000个家庭的投资行为，他们在论文中称，男人交易股票的频率比女人高出50%，也因此增加了男人的交易成本。男人的净收益率比女人要低0.94个百分点。

这种性别差异长期以来始终存在。基金业巨头先锋集团详细考察过2008～2009年，在该公司持有个人退休金账户的270万人的投资行为。他们发现，男性投资者较之女性投资者，远有可能在市场处于低位时抛售股票。而且，男性投资者在投资举措上，尽管缺乏相关知识，却更为急切地猛打猛冲，同时他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不愿承认自己知识不足。女性投资者更倾向于规避风险，更勇于承认自己所不知道的东西。

在我们如何做投资这方面，神经科学会产生一定作用。人类大脑中称为伏隔核的区域，对冒险行为会产生重要影响。这一大脑区域管理人类涉及奖赏的情感，无论奖赏来自食物品尝还是来自理财上的获益。斯坦福大学的布赖恩·科诺森（Brian Knutson）对人类大脑做过扫描研究，发现人类对可能获得的奖赏，怀有的心情会比实际获得成功时更加激动。饥饿的人想着能吃到一块多汁的牛排，期待中的愉快感觉会比最终动手吃进嘴里时更加强烈。这种现象有时可能带来于社会有益的结果。心中有了将来会获得奖赏的兴奋之情，使我们得以做出计划，努力让奖赏成为现实，而不是为寻求即时满足，立刻吞食掉近在手边的小甜饼。由此，长期幸福才能创造出来。

哎，可惜神经元并非总是取得有益的胜利。太多的投资者以牺牲长期利益为代价，急切地抓取短期利益，未能领略到牛排与小甜饼相比更胜一筹的魅力。这一切当然都存在于人们的心中。用本杰明·格雷厄姆的评价来说，指望“市场先生让自己的热情或恐惧随他一道私奔”是完全不合情理的。

小　结

- 一个称为行为金融学的新学科表明，人类的情绪情感和易犯错误的特点，是投资决策中的重要影响因素——这与有效市场假说背道而驰，因为有效市场假说建立在投资者行为理性的信念基础之上。行为金融学指出一系列会犯错误、行为不理性的人类常常犯下的错误。“行为金融学之父”丹尼尔·卡尼曼在此领域中提出很多理论。第一个理论是，人们会利用心理捷径来做判断，而这有时可能导致铸成大错。
- 投资中存在大量认知陷阱。“心理会计”是其中之一，因为有此心理倾向，我们会按不同层次将钱进行分类，并且区别对待。尽管我们在银行账户里有很多资金，我们也不愿用来偿清高息信用卡余额。由于存在“可获得性偏差”，我们会走捷径，使用最易获得的信息，去做购买决策，比如只看股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票价格，便确定是否买入，而不是深入挖掘股票的基本面信息。

- 我们有时会忽视事物发生的可能性并错误地进行联系，这种现象称为“忽视基础概率”，会造成意想不到的恶劣后果。一只共同基金五年里连创佳绩，并不意味着第六年保证能带来良好回报。“锚定效应”涉及使用过时或错误的信息进行价值衡量。有些人现在仍投资于电脑制造商戴尔这只市场表现不佳的股票，原因或许就在于他们还满怀深情地记着该公司辉煌的过去。一个与此相似的心理陷阱叫“确认偏见”，因为有此心理，你会接纳那些支持你观点的信息，无视或轻视与你观点相悖的证据。
- “沉没成本”谬见是指，如果我们已为某些事情支付了钱款，即便做这些事情于己不利，我们也会去做。在“损失厌恶”心理偏差的影响下，我们讨厌损失的程度，两倍于我们渴望得到收益的程度。因此，我们会持有赔钱的投资，在应该卖出之后久久不愿脱手，而卖掉赚钱的投资时间又过早。由于存在“禀赋效应”，你看待属于自己的东西，会觉得其价值高于其他人所拥有的东西。因此，你可能会在出售房屋时，要价过高，远远高于市场正常房价水平。
- “近期偏见”会让人滋生幻觉，认为刚刚出现的事情，在制定计划时，是最为重要的考虑因素。正因为如此，股市从2009年3月脱离低位开始强劲上扬之后，很多投资者仍然从股市中撤出资金。他们对2008～2009年股市呈自由落体般的暴跌情形历历在目。
- “随大流的从众行为”会引导你投资于不大可靠的东西，比如大约1999年时的网络股。群体兴奋是一个强有力的推动因素，会让人相信，如果人人都在做某件事情，这件事情一定是好事。谁会在意去做更深入的分析？实际上，关于一只股票，人们越是获得具有公告特征的信息，往往越是不够理智地处理对这只股票的投资。
- 过度自信是投资者中普遍存在的心理倾向，尤其是男性投资者。人们认为，自己能独自卖出房屋，省却房产经纪人收取的佣金，而最终结果却是，房屋卖价比使用经纪人更低。此外，傲慢自大会阻挠人们从自己犯下的错误中吸取教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结　语

避开投资陷阱

在很多人看来，投资是一个阴暗的世界，这个世界不可知，非常危险，最好远远躲开。1929 年股市大崩盘之前的华尔街，的确是这样一个阴森森的地方，一群群专业华尔街人千方百计地对非专业投资者敲诈勒索。1929 年之前华尔街采用的很多不正当做法，现在已属非法行为，但陷阱仍然存在。

本杰明·格雷厄姆最先向这黑暗的世界投进一束亮光。在大萧条中期，虽然自己的个人财富因大萧条已损失惨重，格雷厄姆却为大众撰写了一部投资杰作，这部杰作至今仍能让普通投资者获益良多，借此可以带着信心和投资技巧，穿越波谲云诡的金融世界。自格雷厄姆时代以来，金融资讯呈爆炸式增长，现在任何使用互联网的人均能接触到这些资讯。专门论及投资的优秀杂志和书籍为数甚多。投资要获得成功，不需要在学费昂贵的大学里，获得一个难度颇高的工商管理硕士学位，但确实需要智力投入和勤勉尽力。

投资成功并非源自一种投资风格。为了达到受上天祝福的境界，从而可以说“感谢上天，我已有了足够多的钱，完全能保持良好的生活质量”，你必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

探索多种投资策略。与格雷厄姆当年必须应付的投资选择相比，当代投资者面临的选择要多得多，这会转化为多得多的投资机会和更多的投资隐患。

已出现的新型投资策略，每一种都有爱之深切的拥护者。关键是，要足够灵活圆通，深入挖掘其中任何几种或所有的策略，同时也要深入了解各种策略的局限性。

研究表明，在长期内，价值型股票的表现优于成长型股票。不过，将所有的筹码都押在价值型股票上，可能会妨碍投资组合的增长。有些股票之所以便宜，是因为那些股票质地太差，该当是便宜货。此外，市场具有周期性特征：成长型股票也会在某些时期，跑赢价值型股票；因此，那时若不在价值型股票上持仓过重，会对你有利。成长型股票的问题在于，虽然这类股票能大幅飙升，但一段时间之后，其中有些股票往往出现崩溃。21 世纪初网络股泡沫爆裂即是明证。

杰里米·西格尔的追随者相信，股票投资是随着时间的逐渐推移，创造和积累财富的最佳途径。事实确实如此，只是出现令人惧怕的黑天鹅事件时除外，比如称为“失落的十年”的 21 世纪最初十年，就发生过两次黑天鹅事件。在股票投资方面，已形成一个投资于大致代表市场的指数基金的趋势。关于投资指数基金是否明智的问题，存在着积怨很深的激烈争论。指数化投资有一批排外的支持者，他们欣慰于多数主动管理型基金未能战胜标普 500 指数。这些支持者的结论或许太过狭隘了。挑战在于，找到确实表现优秀的主动管理型基金。

另一个投资趋势更加关注持有海外股票的必要性。全世界的股票市值现在已有一半在美国之外，因此对海外进行股票投资便很有意义，投资于快速发展的新兴经济体更是必要。麻烦的是，有些新兴经济体易于自焚，比如我们在 1997 年和 1998 年就见识过这一点。

债券能为你持有的投资品提供极好的压舱作用，同时也已产生多个新型品类，这些新型债券带来的风险和回报高于任何传统债券。垃圾债券和抵押贷款支持债券的跌宕起伏，正说明新型债券具有高回报和高风险的特征。在有些年份里，债券跑赢了股票。21 世纪头十年多数时候，债券的确表现很好，不过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着财政部债券失去追捧，2010 年年末，债券呈现疲弱态势。

房地产投资，无论是传统的私有房产投资，还是如房地产投资信托基金之类的商业导向投资，已变得更加重要，成为备受称赞的资产类别。私人房屋拥有量借力于贷款标准松弛，呈现出螺旋式盘升。房价一直会涨上去的观念，对房价上涨起着支撑作用。引发金融危机的房地产市场崩盘，证明这是一种错误观念。房地产投资信托基金只是近几十年才出现，像股票一样交易，给投资者提供了更具流动性的房地产投资选择。然而，与拥有私人房屋一样，投资此类基金的关键在于，避免投资债务过多的基金。在房地产投资方面，债务好比食物，虽然对于让身体保持功能良好至关重要，但太多了，也会造成严重问题。

大宗商品和外汇之类的另类投资，曾经是富人群体独享的投资领域，在 20 世纪 90 年代和 21 世纪头十年变得越来越重要，现在已向普通投资者开放。支持另类投资的人说，这里可以赚到大钱。此类魅惑人心的投资最好加以抵制，因为此类尤物常常太过轻浮，波动太大，钱袋不深者承受不起。不过，现在的确也有一些不错的共同基金，可以让你接触到另类投资，这些基金的投资通常与股票市场没有相关关系。

如何将所有这些投资（股票、债券、大宗商品、房地产等）拼到一起来？为了解决这一问题，现在已出现一个致力于理财规划的完整行业。令人惊讶的是，资产多样化是一个很难实现的理想。即便是运用统计学而设置的高级模型，如蒙特卡洛模拟，也可能达不到预想效果，因为这些模型并未将极端事件发生的可能性，作为一个因素考虑进来。我们在十年的时间里，就领略过两次这类极端的市场大崩溃。多样化投资并不太鼓舞人心。

飞驰的赛车身后会形成低压气穴。除了咨询理财规划师之外，一般投资者还可以跟随专业投资者的“低压气穴”，获得一些不错的投资收益。空头卖家作为一种力量已峥嵘毕现。表现最佳的空头卖家显示出非同寻常的预测能力和胆魄。比如，詹姆斯·查诺斯揭开安然的会计骗局——这一发现最初被视为异端邪说，后来又被赞为天才之举。卖空操作不适宜于心脏脆弱或钱包很轻的人。至少可以说，遭到大量卖空的股票，或许可以作为警示信号，告诉我们应该避开或抛售哪些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金，比如查诺斯管理的对冲基金，如今集中了众多金融高端人才。虽然多数投资者没有投资一只对冲基金的财力，但现在已有一些新型共同基金力图复制对冲基金的辉煌业绩。这些专业人士中的最优秀者如何投资，对我们每个人都有启发意义：顶级对冲基金经理具有很强的适应力，并且信息灵通，这两者是对冲基金取得成功的必须特质。

自20世纪50年代诞生以来，一个已获得特殊地位、与投资有关的学科叫做行为金融学，该学科致力于解释人类情感如何驱动市场的问题。很多简捷优雅的市场理论，一旦碰上人们不能理性行动这块礁石，便粉身碎骨。从本杰明·格雷厄姆到查尔斯·麦凯，不同的思想者长久以来已认识到，情感反应对投资的命运具有重大影响。个人投资者在听闻市场急剧变化时，应该当心和克服自己做出非理性反应的倾向。

预测接下来市场行情会如何，是一件非常困难的事。凡夫俗子不具备正确预测的能力。投资是否成功有着很大的运气成分。尽管如此，保持警惕性和灵活性，是优秀投资者借以胜人一筹的优点所在，也是他们阻挠变化无常的运气所使用的方法。

2002年，在科技股崩盘和安然丑闻留下一片废墟之后，苹果股票市值仅有数十亿美元，低于苹果公司账面现金余额，苹果股票因此有了明日黄花的名声。谷歌本是一家私人公司，雇员数百人，提供一种表面看来只会风靡一时的产品。这两家公司的前景都让人提不起兴趣。到2010年，这两只股票的市值加在一起是4 900亿美元。世界上只有19个国家的经济总量高于这一数字。机智地早早投资苹果和谷歌的投资者，后来都能摘到天上的幸运星。

我的建议是：阅读一切，等待趋势和机会到来。哪些投资对你有吸引力？哪些投资在什么条件下会火热起来？要提出问题，要与人交谈，要做深长的思考。

格雷厄姆曾列出成功投资的两个准则：“第一，你必须正确思考；第二，你必须独立思考。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　　谢

作为一个新闻工作者，我撰写和编辑了大量精彩的金融文章。金融这个话题始终让我着迷。在此次金融危机期间，我们仿佛亲临世界末日现场，既感到刺激，又恐惧不已。硝烟散去之后，面对危机造成的一片瓦砾场，理解其中的意义是一个令人发憷的挑战。在职业生涯里，我始终有幸与很多思想敏锐、富有才智的商界人士和商业报纸杂志编辑合作共事。

我想感谢我的经纪人 Cynthia Manson，她敦促我撰写这部有关投资竞技场的著作。她此前曾全程提供帮助，让我的数部惊悚小说得以出版面世。

我在《华尔街日报》的上司 Nikhil Deogun、Ken Brown 和 Neal Templin，从一开始便给我以指导和鼓励。另一位同事 Jason Zweig 在本杰明·格雷厄姆的投资策略和行为金融方面，给我提供了极好的意见，他在这两个话题上都是有着深刻见解的专家。

我在《福布斯》杂志的老板 Bill Baldwin，以及在《商业周刊》的编辑 Dave Wallace 和已故的 Chris Welles，对我金融思维的形成起到关键作用。我在《福布斯》杂志为之担任编辑的以下杰出专栏作者对我理解金融也产生了关键影响：Gary Shilling、John Rogers、Lisa Hess、Jim Grant、Ken Fisher、David Dreman、Marilyn Cohen、Laszlo Birinyi 及他所掌管公司的研究部负责人 Jett Rubin。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此感谢 Steve Shepard 和 Steve Forbes，他们管理着两家世界级杂志，使我有机会磨砺自己的技艺，同时也感谢他们有着待人极好的态度。

写作这样一本书需要参考大量资料。非常感谢晨星公司的 Nadine Youssef 和美国投资公司协会的 Mike McNamee，他们两位慷慨相助，极有效率地为我提供了必不可少的数据。

我的妻子 Meredith Anthony 也是一位惊悚小说作家，她在我写作本书的过程中，为我做编辑工作并给我提出建议。我的朋友 Terry Rooney 一如既往地帮助我，协助我完成本书的写作。

在 Wiley 出版社，Laura Walsh 和 Judy Howarth 是令人极其满意的编辑，为人聪明，思考问题切中要害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者小传

拉里·莱特是一位资历深厚的财经新闻工作者，在《商业周刊》、《福布斯》和《华尔街日报》撰写和编辑大量金融投资文章，获得多项新闻奖。他曾为《国会季刊》负责国内政治版面，然后为《新闻日报》（*Newsday*）负责工商版面。

他撰写了数部惊悚小说，包括以华尔街为背景的《太富有则无法生活》（*Too Rich to Live*，由 Dorchester 出版公司出版）和《女人杀手》（*Ladykiller*，由 Oceanview 出版公司出版）。《女人杀手》与其妻子 Meredith Anthony 合著。拉里在美国惊悚小说家协会已担任两届执行副总裁。他还在美国陆军预备役部队拥有中校军衔。

拉里和妻子现住在纽约曼哈顿上东区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



TAMING THE BEAST

拉里·莱特多年来一直在报道和著述华尔街及其玩家，这部行文饶有趣味的优秀著作显然体现了他的丰富经验。数十年来金融市场出现数次大牛市和大熊市，拉里带领读者全面回顾了各种加剧金融市场波动的投资策略，分析了这些策略的优点和缺点。书中提供的大量信息，可以帮助各类大小投资者在这湍流激荡的时代，为管理好自己的投资组合，做出明智的选择。

盖瑞·施凌 盖瑞·施凌投资公司总裁

拉里·莱特的《驯兽华尔街》，是迄今为止最优秀的投资著作之一，阐释了过去30年来金融市场的成长和历史。本书在你的书架上应该拥有一席之地，因为本书为富有经验的投资者和新手投资者都提供了极为有用的教益。

杰弗瑞·鲁宾 伯利尼联合公司研究部总经理

拉里·莱特的《驯兽华尔街》，是阐述后金融危机时代如何在金融市场投资赚钱的第一流著作。

大卫 N. 德雷曼 德雷曼价值管理公司董事长





客服热线：
(010) 68995261, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com

WILEY Publishers Since 1807
www.wiley.com

上架指导：金融投资
ISBN 978-7-111-39156-2



定价：49.90元